nlfi

NL financial investments

Exit advies ABN AMRO

mei 2015

Inhoud

Voorwoord

Voorwoord

Met deze brief adviseert de Stichting administratiekantoor beheer financiële instellingen, handelend onder de naam NLFI, de minister van Financiën over het terugbrengen van de door NLFI gehouden aandelen in ABN AMRO naar de private sector. Dit advies is een vervolg op het advies d.d. 23 augustus 2013, waarin NLFI de diverse exit opties betreffende ABN AMRO Group N.V. en ASR Nederland N.V. behandelde. Het advies omvat een eigenstandig oordeel van NLFI ten aanzien van de mate van gereedheid van ABN AMRO, de beursgang als geadviseerde exit optie en de geadviseerde beschermingsmaatregel.

Dit advies is mede tot stand gekomen op basis van een intensieve en constructieve samenwerking tussen NLFI en ABN AMRO.

NLFI is dank verschuldigd aan het ministerie van Financiën voor het weergeven van zijn zienswijze op concept versies van dit advies.

Daarnaast hebben gesprekken plaatsgevonden met een aantal zakenbanken, financieel en juridische adviseurs, overkoepelende organisaties van (institutionele) beleggers en diverse andere deskundigen die hun opinie met ons hebben gedeeld. Allen die hebben bijgedragen aan de totstandkoming van dit advies is NLFI zeer erkentelijk.

NLFI heeft met interesse kennis genomen van het rapport IPOs and Bookbuilding in Future HM Government Primary Share Disposals dat naar aanleiding van de privatisering van Royal Mail recent onder leiding van Lord Myners tot stand is gekomen. De waardevolle aanbevelingen uit het rapport neemt NLFI nadrukkelijk mee in het verdere proces.

NLFI

Mei 2015

Samenvatting & conclusies

Samenvatting & conclusies

Op 23 augustus 2013 heeft de Stichting administratiekantoor beheer financiële instellingen, handelend onder de naam NLFI (hierna: NLFI), een exit advies betreffende ABN AMRO Group N.V. (hierna: ABN AMRO) en ASR Nederland N.V. uitgebracht. In de parlementaire behandeling van dit advies en de brief 'Toekomstplannen financiële instellingen ABN AMRO, ASR en SNS REAAL' van de minister van Financiën van 23 augustus 2013 is de exit van ABN AMRO uitgebreid besproken. Naar aanleiding hiervan heeft de minister ABN AMRO gevraagd zich intern voor te bereiden op een beursintroductie zonder daarbij onomkeerbare stappen te nemen, met het verzoek aan NLFI om daarna een nieuw exit advies uit te brengen.

Met deze brief adviseert NLFI de minister over de exit strategie om de door NLFI gehouden aandelen in ABN AMRO terug te brengen naar de private sector. Dit overeenkomstig de wettelijke doelstelling van NLFI zoals neergelegd in de Wet stichting administratiekantoor beheer financiële instellingen (Wet NLFI).[1] Indien de Nederlandse Staat NLFI daartoe machtigt zal NLFI deze strategie namens de Staat uitvoeren.

Bij het opstellen van dit advies heeft NLFI zijn statutaire doelomschrijving als leidraad genomen. Bij de uitoefening van de wettelijke taak en de aan de aandelen verbonden rechten richt NLFI zich primair naar het financieel-economische belang van de Staat,[2] daarbij rekening houdend met de belangen van de vennootschap, de met haar verbonden ondernemingen en de daarbij betrokken werknemers. Dit brengt onder meer mee dat NLFI bij het opstellen van dit advies de belangen van de diverse stakeholders van ABN AMRO in aanmerking heeft genomen.

Over de exit mogelijkheden voor SNS Bank N.V. (SNS Bank), een dochtervennootschap van SNS Reaal N.V., wordt u separaat geïnformeerd. De (timing van de) exit van SNS Bank N.V. heeft geen invloed op de exit mogelijkheden voor ABN AMRO. Dit vanwege het feit dat SNS Bank een geheel andere soort bank is dan ABN AMRO en kleiner is van omvang, alsmede gegeven het absorptievermogen van de markt.

Zoals in 2011 met de Tweede Kamer is besproken en in de brief van de minister van 23 augustus 2013 is herhaald, kan ABN AMRO terug naar de markt als de financiële sector voldoende stabiel is, er voldoende interesse is in de markt en de onderneming er klaar voor is. Het streven hierbij is zoveel als mogelijk van de totale kapitaaluitgaven van de Staat terug te verdienen.

1 Artikel 3, tweede lid, onderdeel b, sub 1° van de Wet NLFI.
2 Het financieel-economisch belang van de Staat is gekoppeld aan de door NLFI (handelsnaam) uitgegeven royeerbare certificaten tegenover het houden van de aandelen in de vennootschappen.

Aan deze voorwaarden wordt nu voldaan, hetgeen in dit advies nader wordt toegelicht. Indien de minister van Financiën en de Tweede Kamer akkoord gaan met de door NLFI voorgestelde exit strategie dan kan de exit worden gestart vanaf het vierde kwartaal 2015.

De minister heeft in zijn brief van 23 augustus 2013 aangegeven dat in het onderhavige (vervolg)advies opnieuw zal worden bezien of de destijds beoogde vorm van verkoop nog steeds de meest geprefereerde is. NLFI heeft de eerder geadviseerde 'dual track' benadering, waarbij een beursintroductie (IPO; Initial Public Offering) het basisscenario vormt en de optie van een onderhandse verkoop zo lang mogelijk wordt opengehouden, in de afgelopen periode zorgvuldig nader onderzocht en beoordeeld op verwachte waarde realisatie. Serieuze interesse van strategische partijen en de mogelijkheden van deze partijen om een acceptabele prijs voor een overname te betalen en ook in strategisch opzicht voor ABN AMRO waarde toe te voegen, is tot op heden niet gebleken. Naar het oordeel van NLFI is een beursintroductie nog steeds de meest optimale exit optie voor ABN AMRO. NLFI adviseert om de externe voorbereidingen voor een exit van ABN AMRO via een beursintroductie te starten zodat deze vanaf het vierde kwartaal 2015 daadwerkelijk kan plaatsvinden.

Ingeval de exit van ABN AMRO wordt aangevangen door een beursintroductie, treden vanaf dat moment nieuwe aandeelhouders toe. Dit betekent dat het belang en de zeggenschap van NLFI en de Staat in ABN AMRO zal verminderen ten gunste van de nieuw toetredende aandeelhouders. Om het resterende belang van de Staat in deze nieuwe situatie adequaat te beschermen adviseert NLFI een statutair vereiste gekwalificeerde meerderheid in te voeren voor belangrijke besluiten in de aandeelhoudersvergadering die betrekking hebben op het karakter en de identiteit van ABN AMRO.

NLFI adviseert voorafgaande aan een beursintroductie van ABN AMRO ter bescherming van de continuïteit van de bank een administratiekantoor in de vorm van een stichting op te richten waaraan de aandelen worden overgedragen die de Staat via de beurs wil verkopen. De stichting (hierna: stichting continuïteit ABN AMRO) geeft voor deze aandelen met medewerking van ABN AMRO certificaten uit aan beleggers die daarmee economisch eigenaar worden van de aandelen.[3]
De positie van certificaathouders verschilt niet wezenlijk van aandeelhouders. Het stemrecht op de aandelen zal automatisch bij de certificaathouders komen te rusten door stemvolmachtverlening. Certificaathouders kunnen vervolgens zelf hun stem uitbrengen, aangeven dat de stichting continuïteit ABN AMRO het stemrecht mag uitoefenen of ervoor kiezen zich te onthouden van stemmen. Hierop bestaat één uitzondering: in bepaalde gevallen van ongewenst aandeelhoudersactivisme en bij een (dreigend) overnamebod waarover geen overeenstemming met ABN AMRO is bereikt, kan de stichting het stemrecht op alle gecertificeerde aandelen tijdelijk naar

3 Indien en voorzover ter bescherming van de continuïteit van ABN AMRO definitief wordt gekozen voor certificering van aandelen, wordt daar waar het in dit exit advies gaat over beursgenoteerde aandelen ABN AMRO bedoeld beursgenoteerde certificaten ABN AMRO.

zich toetrekken door beperking, uitsluiting of herroeping van verleende stemvolmachten en op die manier tijdelijk bescherming bieden aan de continuïteit van ABN AMRO. Zolang het belang van de Staat groter is dan eenderde kan de stichting continuïteit ABN AMRO dit alleen na goedkeuring van NLFI en de Staat.

Als (systeem)bank dient ABN AMRO rekening te houden met de samenleving als geheel. De wens van ABN AMRO om bij aanvang verkoop deze maatschappelijke rol te verankeren in de statuten, onderschrijft NLFI.

NLFI is van oordeel dat met deze combinatie van maatregelen en de bestaande wet- en regelgeving het maatschappelijk belang, het resterende financiële belang van de Staat en het belang van ABN AMRO, de met haar verbonden ondernemingen en de daarbij betrokken werknemers, voldoende worden beschermd.

Ten slotte gaat NLFI in dit advies in op de vraag of bij de exit van ABN AMRO loyaliteitsaandelen zouden moeten worden ingevoerd. Omdat onduidelijkheid bestaat over de voordelen en de toepassing van loyaliteitsaandelen, terwijl er - ook volgens investeerders - aanzienlijke nadelen en risico’s aan kleven, adviseert NLFI dit instrument niet in te voeren.

1 Onderzoek NLFI

1 Onderzoek NLFI

1.1 Randvoorwaarden

Zoals in 2011 met de Tweede Kamer besproken kan ABN AMRO terug naar de markt als de financiële sector voldoende stabiel is, er voldoende interesse in de markt is en de onderneming er klaar voor is. Het streven hierbij is zoveel als mogelijk van de totale kapitaaluitgaven van de Staat terug te verdienen. Deze randvoorwaarden zijn ook benoemd in het regeerakkoord van oktober.[4] Voorts heeft de Staat in het staatssteuntraject met de Europese Commissie aangegeven niet de intentie te hebben om een lange termijn investeerder in ABN AMRO te willen zijn.[5] Dit streven heeft u ook verwoord in uw brief aan de Tweede Kamer van 23 augustus 2013.[6] Genoemde randvoorwaarden heeft NLFI meegenomen in het onderhavige advies.

1.2 Parlementaire behandeling exit advies 23 augustus 2013

In het exit advies van NLFI van 23 augustus 2013 is uitgebreid stilgestaan bij de exit mogelijkheden van ABN AMRO. Ook de minister heeft in zijn brief van dezelfde datum zijn visie gegeven op de exit mogelijkheden. In de parlementaire behandeling van uw brief is uitvoerig gesproken over de exit van ABN AMRO (schriftelijk overleg (2013D45598), beantwoording van de minister d.d. 25 november 2013, het algemeen overleg op 27 november 2013 en het VAO Toekomstplannen financiële instellingen ABN AMRO, ASR en SNS REAAL op 12 december 2013). Onderwerpen die aan de orde kwamen zijn onder meer alternatieven voor een IPO, de timing van een exit, de kosten verbonden aan een exit, diverse beschermingsmaatregelen en de mogelijkheid van een loyaliteitsaandeel en een volksaandeel. Al deze onderwerpen worden geadresseerd in dit advies.

In het VAO Toekomstplannen financiële instellingen ABN AMRO, ASR en SNS REAAL (AO d.d. 27 november 2013) zijn enkele moties ingediend die betrekking hebben op ABN AMRO. Dit betreft de moties Merkies (nr. 43, 32013), Van Hijum (nr. 44, 32013) en Nijboer (nr. 46, 32013). Stemming hierover vond plaats op 17 december 2013.

4 "…ABN AMRO kan pas terug naar de markt als de financiële sector stabiel is. Er moet voldoende interesse zijn in de markt, de onderneming moet er klaar voor zijn en zoveel mogelijk van de totale investering van de Staat moet terugverdiend kunnen worden. Tegen deze achtergrond onderzoeken we ook andere opties dan een volledige beursgang…". Regeerakkoord VVD - PvdA, 'Bruggen slaan', 29 oktober 2012.

5 Commission Decision of 5 April 2011 on the on the measures C 11/09 (ex NN 53b/08, NN 2/10 and N 19/10) implemented by the Dutch State for ABN AMRO Group NV (created following the merger between Fortis Bank Nederland and ABN AMRO N), punt 87-88, OJ L 333/1, 15 December 2011 (http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=OJ:L:2011:333:0001:0046:EN:PDF).

6 Kamerstuk: Tweede Kamer der Staten-Generaal, vergaderjaar 2012-2013, 32 013, nr. 36

Moties 43 en 44 werden verworpen en motie 46 (verankering in statuten van publieke belangen) werd aangenomen. Motie 46 is meegenomen in dit advies (hoofdstuk 5).

Na de parlementaire behandeling heeft u ABN AMRO gevraagd zich intern voor te bereiden op een exit, met een beursintroductie als meest voor de hand liggende optie. De optie van een strategische verkoop zou worden opengehouden.

2 Exit gereedheid ABN AMRO

2 Exit gereedheid ABN AMRO

2.1 Behaalde resultaten en strategie ABN AMRO

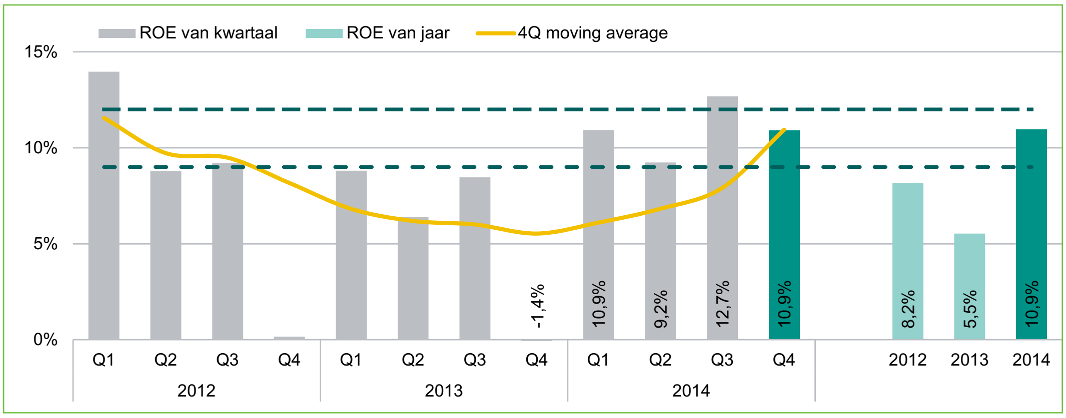
ABN AMRO in zijn huidige vorm is het resultaat van de fusie van de door de Nederlandse Staat (de Staat) in 2008 gekochte Nederlandse bedrijfsonderdelen van ABN AMRO en Fortis Bank Nederland. Direct na de fusie is gestart met de integratie. Sindsdien is de nodige voortgang geboekt. De integratie is op tijd (binnen 3 jaren) en binnen budget (€ 1,6 miljard voor belastingen) verlopen en klanten hebben nauwelijks hinder hiervan ondervonden. De verwachte synergievoordelen van € 1,1 miljard voor belasting per jaar zijn gerealiseerd. De kapitaalpositie is versterkt en het doorlopen van diverse programma's heeft op meerdere fronten geleid tot kostenbesparingen. De verwachting is dat de cost/income ratio van de bank in de toekomst stabieler wordt en verder zal verbeteren.

De afgelopen jaren is de strategie van de 'nieuwe' bank gedefinieerd en geïmplementeerd. Het resultaat is een bank die tot de drie grootste banken van Nederland behoort en op basis van een *'full service bank'* model[7] in Nederland producten en diensten levert aan zowel particuliere als zakelijke klanten. Voorbeelden hiervan zijn hypotheken, sparen, betaaldiensten, kredieten, handelsfinanciering, financieel advies, e.d. Het overgrote deel van de inkomsten wordt in Nederland gerealiseerd. Daarnaast is de bank internationaal actief op een aantal gebieden die worden gerekend tot de kerncompetenties van de bank: private banking (diensten voor vermogende klanten), internationale kredietverlening in Energy, Commodities and Transportation (('ECT'), clearing van financiële transacties op beurzen wereldwijd ('Clearing') en Asset Based Financing (zoals lease en commercial finance). De bank richt zich op de volgende strategische thema's: centraal stellen van klantbelang, investeren in de toekomst, aanhouden van een gematigd risicoprofiel, selectieve internationale groei en verbeteren van de winstgevendheid. NLFI vertrouwt erop dat ABN AMRO met het uitvoeren van de strategie ervoor zorg zal dragen dat het behalen van de financiële doelstellingen samengaat met het borgen van het centraal stellen van het klantbelang.

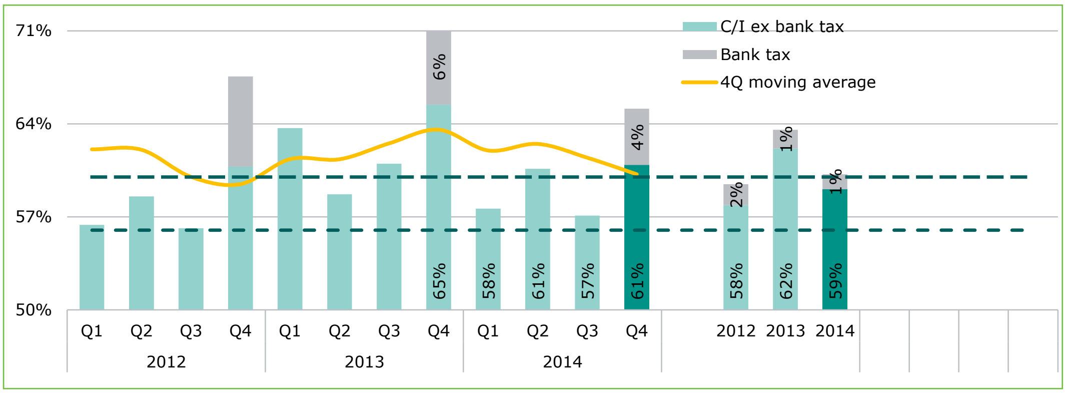
Voor 2017 heeft ABN AMRO een aantal financiële doelstellingen geformuleerd:
- Return on Equity ('RoE' - de rentabiliteit van de bank) van 9-12%;
- Cost/income ratio ('C/I' - de efficiëntie graadmeter voor de bank) van 56-60%;
- Common Equity Tier 1 ('CET1' - de solvabiliteit van de bank) van 11,5-12,5%.

7 Een 'full service bank model' betekent dat een bank een divers product- en dienstenpakket aanbiedt, aan zowel zakelijke als particuliere klanten. ABN AMRO doet dit door middel van haar onderdelen retail banking, private banking en corporate banking.

De RoE laat sinds 2014 een stijgende lijn zien en de gemiddelde RoE van de afgelopen vier kwartalen bevindt zich sinds Q4 2014 binnen de afgegeven target, zoals blijkt uit onderstaande grafiek.



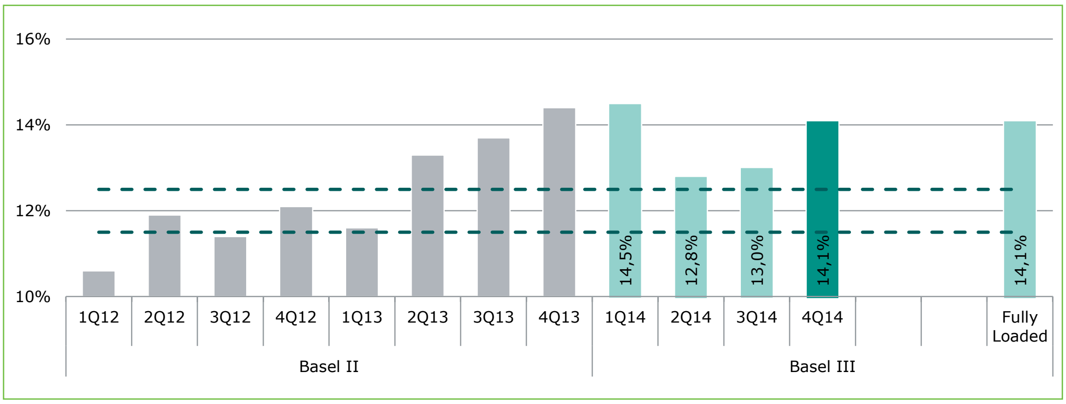
De resultaten van Q4 2014 laten zien dat de kostenbeheersing ten opzichte van Q4 2013 is verbeterd. De cost/income ratio over geheel 2014 bevindt zich aan de bovenkant van de target voor 2017 van 56%-60%. Hierbij moet worden opgemerkt dat besparingen van operationele kosten deels teniet worden gedaan door sterk toegenomen kosten voor onder meer de bankbelasting en kosten voor de Asset Quality Review (AQR). De hiervoor getoonde percentages zijn gecorrigeerd voor de SNS resolutieheffing. Voor de komende jaren verwacht ABN AMRO stijgende kosten in verband met nieuwe bijdragen aan het depositogarantiestelsel en het Europese resolutiefonds. De laatste kwartalen van 2014 laat ook een positieve kentering in de voorzieningen zien, evenals een continuering van de verbeterende rentemarge.



De CET1 ratio van de bank is solide en ligt boven de target van 11,5%-12,5%. De uitkomst van de AQR en stress-test toont aan dat de balans en kapitaalpositie robuust zijn. De impact van de uitkomst van de AQR op het kernkapitaal per 31 december 2013 was miniem, slechts 12 basispunten (0,12%). Ook de impact van de uitkomst van de stress-testen kan ABN AMRO met de huidige kapitaalpositie adequaat opvangen.

De voortgang is geboekt ondanks dat het kernkapitaal in het tweede kwartaal 2014 negatief werd beïnvloed door de overstap naar een defined contribution-

pensioenregeling, ook wel beschikbare premiesysteem genoemd. De negatieve impact hiervan bedroeg circa € 1,7 miljard op het kernkapitaal (*Basel III phased-in Common Equity Tier 1 capital*). ABN AMRO heeft deze overstap gemaakt om de volatiliteit in de resultaten als gevolg van gewijzigde boekhoudregels te mitigeren.



In het exit advies d.d. 23 augustus 2013 heeft NLFI een aantal strategische uitdagingen voor de bank geformuleerd met het oog op de mogelijke exit door de Staat, waaronder benodigde resultaatverbeteringen bij enkele onderdelen van de bank. Het afgelopen jaar heeft ABN AMRO hier de nodige voortgang op geboekt. De resultaatontwikkeling bij private banking is verbeterd en de resultaten van de zakelijke divisies hebben in 2014 al een verbetering laten zien en zullen in de komende jaren naar verwachting verder verbeteren en hun kosten van eigen vermogen goedmaken. Binnen de zakelijke divisie vinden geen equity derivatives activiteiten meer plaats, zijn de Nederlandse treasury desks gecentraliseerd en zijn de *markets* activiteiten in Azië gesloten. Hierdoor dalen de risico gewogen activa zodat, bij een gelijkblijvend risico van de aanwezige activiteiten, in de komende jaren minder kapitaalbeslag nodig zal zijn.

De bank heeft een strategisch plan voor de jaren 2014 - 2017 uitgewerkt dat een goede basis vormt voor de 'equity story' van de bank (een samenvatting van het strategisch plan waarin wordt aangegeven waarom beleggers het aandeel ABN AMRO zouden moeten kopen). In het strategisch plan zet de bank een visie uiteen van een universele bank met een top-3 positie in Nederland in haar drie kernactiviteiten: retail-, private- en corporate banking. Buiten Nederland wordt een selectieve groei voorzien vanuit de kerncompetenties van de bank in private banking, ECT, Clearing en Asset Based Financing. De positionering van ABN AMRO wordt onderbouwd door een blijvende focus op efficiëntie en kostenbeheersing, een gematigd risicoprofiel en een sterke kapitaalspositie.

Het aandeel ABN AMRO zou aan investeerders gepresenteerd kunnen worden als een zogenaamd 'rendementsaandeel'.[8] Van een dergelijk aandeel verwachten investeer-

8 Een 'rendementsaandeel' is anders dan een 'groei-aandeel'. Ondernemingen die voor toekomstige jaren een sterke groei verwachten in omzet en/of winstgevendheid en weinig tot geen dividend kunnen uitkeren daardoor, worden een 'groei-aandeel' genoemd. De toekomstige waarde van een dergelijke onderneming kan sterk toenemen, maar hier hoort wel een groter risico bij.

ders jaarlijks een aantrekkelijk dividendrendement. Het strategisch plan van ABN AMRO laat zien dat de bank in staat zal zijn om een stabiel of verder stijgend dividend uit te keren, met behoud van een sterke kapitaalpositie en verder toenemende opbrengsten en rendementen.

Op het gebied van duurzaamheid heeft de bank in de afgelopen jaren meerdere initiatieven ontwikkeld, waardoor de bank ook op dit gebied gereed is voor een exit. Deze kunnen in drie categorieën worden verdeeld:

1. klantbelang centraal, bouwen aan duurzame relaties en inzet van financiële expertise voor de maatschappij;
2. duurzame en verantwoorde financiering en advies;
3. duurzame bedrijfsvoering.

2.2 Interne gereedheid

De raad van bestuur en de raad van commissarissen van ABN AMRO hebben de interne exit gereedheid van ABN AMRO aan NLFI bevestigd. NLFI heeft voldoende vertrouwen in deze conclusie onder meer op basis van informatie verkregen uit de continue dialoog die NLFI in de afgelopen periode van meer dan een jaar met de raad van bestuur en de raad van commissarissen van de bank heeft gevoerd in het kader van de reguliere beheertaak van NLFI.

Indien u en de Tweede Kamer zouden instemmen met een beursintroductie van ABN AMRO die dan vanaf het vierde kwartaal 2015 kan plaatsvinden, zal voorts het toekomstige syndicaat van zakenbanken dat de beursintroductie mag begeleiden de definitieve exit gereedheid extern moeten valideren op basis van de actuele cijfers en andere relevante omstandigheden van dat moment. Vaak wordt naar de begeleidende banken verwezen als de '(joint)-global co-ordinators' ('gloco's'). Deze gloco's zullen mede namens de overige partijen die een bepaalde rol hebben toebedeeld gekregen in het syndicaat (zie bijlage 1) due diligence onderzoek uitvoeren naar de belangrijkste financiële, fiscale, juridische en commerciële aspecten van de onderneming, zowel met betrekking tot haar activiteiten in Nederland als daarbuiten. De begeleide banken worden daarbij geassisteerd door hun adviseurs, zoals juridisch en financieel adviseurs. Dit geschiedt mede in samenwerking met de externe accountant van de onderneming. Aan genoemde adviseurs zal door het syndicaat van banken ook worden gevraagd de uitkomsten van de onderzoeksactiviteiten te bevestigen. Dit proces van due diligence dient er mede toe te bewerkstelligen dat wat redelijkerwijs belangrijk is voor een belegger om te weten voor het nemen van een beleggingsbeslissing, in het prospectus wordt vermeld. Het is de bedoeling dat in het prospectus onder meer uitgebreid aandacht zal worden besteed aan de mogelijke risico's die verbonden zijn aan een investering in ABN AMRO. Dit proces is ook ingegeven om mogelijke prospectusaansprakelijkheid van de vennootschap en van de leden van het syndicaat te voorkomen. Het prospectus zal uiteindelijk ter goedkeuring aan de AFM moeten worden voorgelegd. De vennootschap is primair verantwoordelijk voor de totstandkoming van een juist en op essentiële punten volledig prospectus. NLFI zal vanuit haar rol als verkopende aandeelhouder met

behulp van zijn eigen adviseurs toezicht houden op het proces voor de totstandkoming van het prospectus dat door de vennootschap en haar adviseurs samen met het syndicaat van zakenbanken en hun adviseurs wordt opgesteld. Naast het externe onderzoek van de interne gereedheid van ABN AMRO om naar de beurs te gaan door het syndicaat van zakenbanken, zullen de Europese Centrale Bank en De Nederlandsche Bank als de betrokken financieel toezichthouder (hierna 'de toezichthouder'[9]) kort voor de beursintroductie van ABN AMRO eveneens een oordeel vellen over de exit gereedheid van ABN AMRO. Dit gebeurt in het kader van de aanvraag van een verklaring van geen bezwaar (vvgb). Onderdeel van dit traject is onder meer de beoordeling van het systeem van risicobeheersing en de effectiviteit van interne controleregelingen. Met het oog op dit vvgb-traject hebben ABN AMRO en NLFI in aanloop naar een exit regelmatig overleg gevoerd met de toezichthouder over de exit gereedheid van ABN AMRO. DNB/ECB hebben aan een beursintroductie een aantal voorwaarden gesteld. In dat traject heeft ABN AMRO inmiddels de nodige voortgang geboekt. Een aantal deeltrajecten loopt nog en wordt naar verwachting van ABN AMRO grotendeels in het eerste halfjaar 2015 afgerond. De toezichthouder zal bij de beoordeling van de aanvraag van de vvgb toetsen of ABN AMRO voldoet aan de uitgewerkte voorwaarden. De toezichthouder is reeds met ABN AMRO in gesprek over het dan te volgen vvgb-traject.

2.3 Prijsverwachting

De waardering van financiële ondernemingen heeft tijdens de financiële crisis een duidelijke neerwaartse trend laten zien. Sinds 2012 is dit omgekeerd in een positieve trend, zoals blijkt uit onderstaande grafiek waarin de price-to-book multiples (op basis van IFRS kapitaal) zijn weergegeven. Deze multiples geven weer hoe financiële instellingen worden gewaardeerd.

9 Vanaf 4 november 2014 is de ECB ingevolge het Single Supervisory Mechanisme (SSM) verantwoordelijk voor het toezicht op ABN AMRO. Dit in nauwe samenwerking met DNB (Joint Supervisory Team).



* *De peers in deze grafiek zijn: Lloyds, Nordea, Intesa Sanpaolo, Credit Agricole, Handelsbanken, Swedbank, DNB ASA, Danske Bank, KBC Group, Commerzbank, Société Generale, RBS, BNP Paribas, UniCredit en ING Group. De European Banks Index is de STOXX Europe 600 Banks index.*

Ook de door ABN AMRO behaalde financiële resultaten hebben in het afgelopen jaar een verbetering laten zien. De solide positionering, het strategisch plan en de geprognosticeerde resultaat- en kapitaalontwikkeling in de komende jaren geven aanleiding tot de verwachting dat een waardering van tenminste éénmaal de boekwaarde haalbaar lijkt te zijn op basis van de huidige marktomstandigheden. Dit sluit aan bij de prijsambitie die NLFI in het exit advies van 2013 heeft geformuleerd. Voor 2014 zou dit een bedrag van circa € 15 miljard betekenen, terwijl dit voor 2013 uitkwam op circa € 13,6 miljard. ABN AMRO heeft hiermee voortgang geboekt en ligt in lijn met de plannen voor de komende jaren.

Ingeval van een IPO moet rekening gehouden worden met een zogenaamde 'IPO discount'. Dit is een afslag op de prijs van het eerste deel van de aandelen dat verkocht wordt (eerste tranche) en is een gevolg van de omstandigheid dat het aandeel nog geen historische beurskoers heeft en de onderneming nog geen trackrecord als beursgenoteerde onderneming heeft opgebouwd. Deze onzekerheid voor beleggers vindt zijn weerslag in de prijs. Historische data tonen een gemiddelde discount van 10% - 15% aan. Hoe groot de discount bij ABN AMRO zal zijn is vooraf nog niet te zeggen. Dit hangt sterk af van marktcondities, vraag naar (bank) aandelen, volatiliteit van de aandelenmarkten, uitkomsten van gesprekken met potentiële investeerders, geloof van potentiële investeerders in het strategisch plan en financiële targets van ABN AMRO en duidelijkheid over de politieke intenties

betreffende de toekomst van de bank (op welke termijn is de Staat bijvoorbeeld voornemens het belang in ABN AMRO volledig te hebben afgebouwd). Een gebruikelijke methode om de IPO discount achteraf te berekenen is de IPO-prijs te relateren aan de koersontwikkeling op de eerste dag of week van de beurshandel in het aandeel.

Het is pas duidelijk wat de totale opbrengst van de exit van ABN AMRO is op het moment dat het volledige belang van de Staat is verkocht.[10]

Tegenover de opbrengst van een exit van ABN AMRO staat het door de Staat in ABN AMRO geïnvesteerde bedrag. Dit bedrag is opgenomen in onderstaande tabel.
De kapitaalkosten van de Staat zijn daarin niet meegerekend. Evenmin is rekening gehouden met dividenduitkeringen en andere ontvangen vergoedingen en (bank) belastingen.

Beschrijving	**Datum**	**ABN AMRO**
Nationalisatie Fortis Nederland	okt-2008	€ 12.800 mln
Herkapitalisatie ABN AMRO	dec-2008	€ 4.320 mln
Mandatory Convertible Note (MCN) I	jul-2009	€ 800 mln
MCN II en omzetting leningen in EV	dec-2009	€ 3.150 mln
Niet ontvangen couponbetaling MCN	apr-2010	€ 103 mln
Resterende herkapitalisatie ABN AMRO	jun-2010	€ 490 mln
Totaal uitgaven		**€ 21.663 mln**

De Parlementaire Enquêtecommissie Financieel Stelsel concludeerde[11] al in 2012 dat tegenover de investering wel degelijk economische waarde staat, maar dat het niet aannemelijk was dat de totale investering terug zou komen. Het is uiteraard wel het streven en de wettelijke taakopdracht van NLFI om zoveel mogelijk van het geïnvesteerde vermogen terug te verdienen.

2.4 Timing

In het Algemeen Overleg van 27 november 2013 is uitvoerig gesproken over de timing van een exit; ‘wat is het juiste moment’, ‘waarom niet nog wat langer wachten’, zijn vragen die gesteld werden. In deze paragraaf wordt ingegaan op de vraag wat een geschikt moment voor een start van de exit is.

Al direct na de reddingsactie in 2008 was duidelijk dat ABN AMRO zo snel als verantwoord mogelijk terug zou gaan naar de markt. U en uw ambtsvoorgangers

10 De privatisering van TNT (voormalig PTT) heeft bijvoorbeeld in totaal 17 jaar geduurd en van KPN 12 jaar.
11 Bevinding van de Parlementaire Enquêtecommissie Financieel Stelsel, 11 april 2012.

hebben vanaf de reddingsactie in oktober 2008 aangegeven dat het tijdelijke karakter van de investeringen -gedaan ten behoeve van de stabiliteit van de financiële sector- altijd voorop heeft gestaan: terugkeer naar de private sector was en is het uitgangspunt van het kabinet.[12] Uit de parlementaire behandeling van diverse brieven van uw ambtsvoorgangers over de toekomst van ABN AMRO kan worden opgemaakt dat in 2009 al politieke overeenstemming bestond over het op afzienbare termijn weer privatiseren van ABN AMRO.[13]

Dit sluit aan op de aanbeveling van de Commissie Structuur Nederlandse Banken om ten behoeve van de concurrentie in het Nederlandse bankwezen de verhoudingen te normaliseren door de banken in handen van de Staat te privatiseren zodra de omstandigheden dit toelaten. De Staat heeft ook in het staatssteun-traject met de Europese Commissie meermaals aangegeven niet de intentie te hebben om een lange termijn investeerder in ABN AMRO te willen zijn.[14]

Uit paragraaf 2.1 (exit gereedheid) volgt dat de interne voorbereiding van ABN AMRO inmiddels is afgerond. De gereedheid van ABN AMRO zal zoals gezegd nog extern gevalideerd moeten worden door de begeleidende zakenbanken. Daarnaast zal de toezichthouder kort voor de beursgang een vvgb moeten afgegeven. Deze trajecten neemt in de praktijk enkele maanden in beslag. Indien deze trajecten in positieve zin worden afgerond en de markt is tegen die tijd nog steeds stabiel (paragraaf 3.2) en het absorptievermogen van de markt van voldoende niveau (paragraaf 4.3), dan kan naar het oordeel van NLFI een beursintroductie vanaf het vierde kwartaal 2015 plaatsvinden. NLFI acht een beursintroductie dan niet alleen mogelijk, maar ook van belang omdat daarmee nieuwe aandeelhouders zullen toetreden die ook een nieuw perspectief aan de toekomstige resultaatontwikkeling van ABN AMRO kunnen toevoegen.

NLFI adviseert u om nu toestemming te geven voor het starten van de externe voorbereiding voor een mogelijke beursintroductie van ABN AMRO vanaf het vierde kwartaal 2015. Na instemming van u en de Tweede Kamer zullen NLFI en ABN AMRO deze voorbereiding met zakenbanken uit het samen te stellen syndicaat aanvangen zodat een beursintroductie vanaf het vierde kwartaal 2015 daadwerkelijk kan plaatsvinden. In deze fase zullen onomkeerbare stappen worden gezet.[15] Er zal continu worden gemonitord of aan eerdergenoemde randvoorwaarden wordt voldaan. Mocht hier in de komende periode verandering in optreden, dan kan het exit proces 'on hold' worden gezet. Daarnaast zal de toezichthouder de IPO van ABN AMRO beoordelen, alvorens een vvgb kan worden afgegeven.

12 Kamerstuk: Tweede Kamer der Staten Generaal, vergaderjaar 2010-2011, hoofddossier 28165, nr. 117.
13 Algemeen Overleg d.d. 2 juli 2009 over de brief van de minister van Financiën over Fortis Bank Nederland en ABN AMRO d.d. 26 juni 2009 (31.789, nr. 12) en algemeen overleg d.d. 8 december 2009 over de brief van de minister van Financiën d.d. 19 november 2009 (31789, nr. 23).
14 Commission Decision of 5 April 2011 on the on the measures C 11/09 (ex NN 53b/08, NN 2/10 and N 19/10) implemented by the Dutch State for ABN AMRO Group NV (created following the merger between Fortis Bank Nederland and ABN AMRO N), punt 87-88, OJ L 333/1, 15 december 2011 (http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=OJ:L:2011:333:0001:0046:EN:PDF)
15 Zoals het aanvragen van een verklaring van geen bezwaar bij de toezichthouder en het inhuren van zakenbanken ter begeleiding van de beursintroductie, het schrijven van een prospectus waarvoor de goedkeuring van de AFM nodig is, etc.

3 Exit opties en is de financiële markt stabiel genoeg?

3 Exit opties en is de financiële markt stabiel genoeg?

3.1 Exit opties

In het advies van NLFI d.d. 23 augustus 2013 en de hierop volgende parlementaire behandeling, is uitvoerig aandacht besteed aan de diverse exit opties die NLFI voor ABN AMRO ziet. Elke optie is uitgebreid behandeld en per optie is geconcludeerd of deze wel of niet geschikt zou zijn voor ABN AMRO. Naar het oordeel van NLFI was een beursintroductie voor ABN AMRO de meest aannemelijke route voor een exit. Een verkoop aan klanten en de omzetting naar een coöperatieve vorm bleek complex, zal de mogelijkheden tot het versterken van het kapitaal in noodsituaties reduceren en zal leiden tot een lage verwachte opbrengst voor de Staat.

Een verkoop aan een strategische partij of een private investeerder werd gegeven de omvang van ABN AMRO evenmin als een reële optie gezien. Conform het advies van NLFI en na bespreking met de Tweede Kamer heeft u ABN AMRO en NLFI verzocht de interne voorbereiding van een exit van ABN AMRO via een beursintroductie aan te vangen, zonder daarbij de optie van een onderhandse verkoop aan een strategische partij of private investeerder uit te sluiten. Zoals aangegeven in het vorige exit advies zou NLFI in deze zogenaamde 'dual track' be nadering de optie van een onderhandse verkoop zo lang mogelijk open gehouden, zonder daarbij partijen proactief te benaderen. Eventuele interesse van strategische partijen of private investeerders zou worden onderzocht en beoordeeld, indien deze zich zou voordoen.

NLFI heeft in de afgelopen periode beide 'tracks' zorgvuldig nader onderzocht en beoordeeld op verwachte waarde realisatie. Van serieuze interesse van strategische partijen en de mogelijkheden van deze partijen om een acceptabele prijs voor een overname te betalen en ook in strategisch opzicht voor ABN AMRO waarde toe te voegen, is tot op heden niet gebleken. Naar het oordeel van NLFI is een beursintroductie nog steeds de meest optimale exit optie voor ABN AMRO. Gezien de omvang van de onderneming, zowel qua balanstotaal en omzet als verwachte waardering, is ABN AMRO een onderneming die past in een beursgenoteerde omgeving.

Een beursnotering biedt ABN AMRO toegang tot de aandelenmarkt om extra kernkapitaal (eigen vermogen) op te halen, mocht dit onder omstandigheden nodig zijn. De bank is daarvoor dan niet meer (volledig) afhankelijk van de Staat.
De mogelijkheid om indien nodig extra kapitaal op te halen heeft, zeker voor een systeemrelevante financiële instelling, toegevoegde waarde. ABN AMRO is al jaren

actief op de internationale obligatiemarkt om achtergesteld vermogen en funding voor de bank aan te trekken. De kosten die de bank hiervoor moet maken liggen in lijn met die van vergelijkbare banken.

Indien de exit van ABN AMRO wordt aangevangen met een beursintroductie, sluit dat overigens niet uit dat na de notering van de aandelen van ABN AMRO aan een gereglementeerde markt (zie hoofdstuk 4) het resterende belang van de Staat vervolgens geheel of gedeeltelijk in één of meer tranches en aan één of meer partijen (waaronder strategische partij(en) en/of private investeerder(s)) wordt verkocht.

3.2 Stabiliteit financiële markten

Volgens DNB[16] is de rust op financiële markten teruggekeerd tot een niveau dat vergelijkbaar is met de situatie van voor de crisis. Sterk ingrijpen van overheden en centrale banken heeft hier in belangrijke mate aan bijgedragen. Wel blijft het herstel fragiel en is een omslaand marktsentiment volgens DNB niet uit te sluiten. Daarom is het van evident belang dat de financiële sector hier voldoende op toegerust is. Daartoe zijn er in het afgelopen jaar op nationaal en Europees niveau cruciale stappen gezet in het reeds ingezette hervormingsproces om de stabiliteit van de financiële sector verder te versterken.

Op 26 oktober 2014 zijn de uitkomsten van de ECB AQR en ECB stress-test gepubliceerd.[17] Deze analyses waren nodig voordat de ECB het Europese banken-toezicht op zich kon nemen. Uit de ECB AQR en ECB stresstest bleek dat de zeven onderzochte Nederlandse banken, ING Bank, Rabobank, ABN AMRO, SNS Bank, BNG Bank, NWB Bank en RBS, goed gekapitaliseerd zijn. Ook is vastgesteld dat deze banken bij sterk tegenvallende economische ontwikkelingen over voldoende kapitaal blijven beschikken. Elders in de Eurozone zijn wel banken gezakt voor de test. Het betreft hier 25 banken met een totaal kapitaaltekort van € 25 miljard. Twaalf van deze banken hebben hiervan reeds € 15 miljard aangevuld. Verschillende banken hebben in anticipatie op de ECB AQR hun kapitaalspositie versterkt door risico's af te bouwen of extra kapitaal aan te trekken. De financiële markten hebben positief gereageerd op de uitkomsten van de ECB AQR en de ECB stress-test. NLFI concludeert dat de financiële markten stabiel genoeg zijn voor een beursintroductie van ABN AMRO.

16 DNB, Overzicht Financiële Stabiliteit, najaar 2014, nr. 20.
17 Zie onder meer de brief van de minister van financiën aan de Tweede Kamer d.d. 26 oktober 2014 met kenmerk FM/2014/1645 N.

4 Uitwerking van een beurs-introductie van ABN AMRO

4 Uitwerking van een beursintroductie van ABN AMRO

In het geval van ABN AMRO verkoopt NLFI de aandelen in ABN AMRO voor de Staat en ontvangt NLFI de opbrengst ten behoeve van de Staat (een zogenaamde 'secondary offering'). Een beschrijving van het proces van een verkoop via de beurs is bijgevoegd als bijlage bij dit advies.

NLFI adviseert om de aandelen van ABN AMRO te noteren aan de gereglementeerde markt Euronext Amsterdam. Dit past bij de sterke band die de bank heeft met Nederland. Alle grote Nederlandse beursgenoteerde ondernemingen zijn aan Euronext genoteerd. De aandelen zijn bij een notering aan Euronext toegankelijk voor alle beleggers.

Bij een beursintroductie wordt niet meteen 100% van de aandelen verkocht. Meestal bestaat het eerste deel (de zogenaamde eerste 'tranche') bij een onderneming met de omvang van ABN AMRO uit 15% tot 30% van de aandelen. De exacte omvang zal direct voorafgaande aan de beursintroductie worden vastgesteld. Deze zal afhankelijk zijn van de vraag van beleggers naar het aandeel, de verwachte prijs en de minimale omvang die nodig is om na de beursintroductie voldoende handel (volume) te genereren zodat het aandeel voldoende liquide is. Voldoende liquiditeit is belangrijk voor de verhandelbaarheid van het aandeel. Hier speelt ook mee dat het voordelen biedt om snel na de beursintroductie opgenomen te worden in de AEX-index en andere leidende indices, zodat beleggers die de indices volgen het aandeel automatisch in hun portefeuille opnemen.[18] Gezien het absorptievermogen van de markt in relatie tot de omvang van ABN AMRO en het feit dat de Staat voldoende aandelen wil behouden om te kunnen profiteren van verwachte toekomstige waardestijgingen, zal de eerste tranche van ABN AMRO relatief klein moeten zijn. NLFI adviseert om niet meer dan 20% tot 30% te verkopen in de eerste tranche.[19] Dit zorgt enerzijds voor voldoende liquiditeit en anderzijds blijft er een voldoende groot belang voor NLFI over om in de toekomst te kunnen profiteren van verkoop van verdere aandelen tegen een eventuele gestegen koers. Ook gezien de kosten van een beursintroductie en de IPO-discount, is het advies om de eerste tranche relatief klein te houden. In de hierop volgende jaren wordt het resterende belang in stappen verkocht (vervolgtranches).

18 Een van de aanbevelingen in het rapport *IPOs and Bookbuilding in Future HM Government Primary Share Disposals* d.d. 16 december 2014 dat tot stand is gekomen onder leiding van Lord Myners n.a.v. de privatisering van Royal Mail, is te focussen op index beleggers als meest betrouwbare lange termijn beleggers.

19 Inclusief een eventuele greenshoe.

De exacte prijs die gevraagd wordt voor een aandeel komt tot stand in een gefaseerd proces. Op basis van een waardebepaling en de prijsambitie van NLFI en de Staat wordt een prijsrange vastgesteld. In de periode hierna maar voorafgaande aan de IPO zullen beleggers terugkoppeling geven op de prijsrange en aangeven bij welke prijs ze hoeveel aandelen zouden willen afnemen. De beleggers committeren zich nog niet aan een afname: aan de terugkoppeling kan de verkoper geen rechten ontlenen. Naarmate de IPO dichterbij komt is het gebruikelijk dat de prijsrange versmalt, gebaseerd op de ontvangen feedback. Dit is een delicaat proces: het aandeel moet niet te goedkoop worden aangeboden, aangezien de verkoper dan niet profiteert van een maximale opbrengst. Indien het aandeel te hoog wordt geprijsd zal het moeilijk zijn om voldoende beleggers te vinden en is de kans groot dat het aandeel na de IPO een dalende koers laat zien. Dit leidt tot teleurstelling bij beleggers en heeft ook een negatieve impact op het resterende aandelenbelang van de Staat.

Aan het einde van de roadshows en het bookbuilding proces,[20] maar voor de beursintroductie, moet de introductieprijs van de aandelen worden bepaald. Dit ziet NLFI als een principieel en zwaarwegend besluit, waarvoor goedkeuring van de minister van Financiën nodig is. Hiertoe zal NLFI, in overleg met zijn adviseurs en na overleg met ABN AMRO, een advies aan de minister uitbrengen.

Na het vaststellen van de introductieprijs wordt ook de toewijzing (allocatie) van de aandelen onder de inschrijvers bepaald. In beginsel worden alle geïnteresseerde investeerders in de gelegenheid gesteld om in te schrijven op een participatie in de beursintroductie van ABN AMRO. Na de toewijzing vindt de daadwerkelijke beursgang en eerste handel plaats.

Een 'greenshoe' is een instrument om de aandelenkoers direct na de IPO te stabiliseren en om zo de korte termijn volatiliteit van een aandeel na een IPO te reduceren. Een greenshoe is tegenwoordig een gangbaar instrument en wordt bij het merendeel van de recente IPO's in Europa gebruikt. Institutionele beleggers zullen deze optie verwachten bij een IPO van ABN AMRO. Een IPO kandidaat zonder de optie van een greenshoe is blootgesteld aan een hogere prijsgevoeligheid bij investeerders omdat er meer onzekerheid is rondom het handelspatroon na de IPO. Bij een greenshoe hebben underwriters[21] de optie om een specifiek aantal aandelen te kopen van de verkopende aandeelhouder(s) bovenop het aantal aandelen dat wordt verkocht tijdens de IPO, dan wel terug te kopen uit de markt. In de regel is dit beperkt tot maximaal 15% van de aandelen die in de eerste tranche worden verkocht. Met dit instrument heeft het syndicaat de mogelijkheid om, indien nodig en bij voldoende vraag, de koers te stabiliseren tot maximaal 30 dagen na de IPO. Dat geeft het aandeel voldoende tijd om tot een genormaliseerd handelspatroon te komen.

20 Bookbuilding is de meest gebruikte methode om de introductieprijs per aandeel te bepalen. Tijdens de bookbuilding worden beleggers uitgenodigd om in te schrijven onder opgave van het aantal aandelen en de prijs. Aan de hand daarvan wordt het 'book' opgebouwd. Banken die het boek bijhouden worden aangeduid als 'bookrunners'.

21 Zakenbanken in het syndicaat die het risico van de daadwerkelijke plaatsing en betaling van de aandelen op zich nemen.

NLFI adviseert om de optie van een greenshoe van maximaal 15% van het oorspronkelijke aanbod van de aandelen dat in de eerste tranche wordt verkocht als stabilisatie-instrument bij de IPO van ABN AMRO in te zetten[22] en daarmee aan te sluiten bij de marktpraktijk.[23]

Het is gebruikelijk dat een verkopende aandeelhouder zich verbindt aan een zogenaamde lock-up periode na de IPO; gedurende een vastgestelde periode mag hij geen additionele aandelen verkopen. Hierdoor hebben investeerders zekerheid over het aantal aandelen dat verhandeld kan worden en zijn zij verzekerd tegen een overaanbod van aandelen. Daardoor kan een koersdruk worden voorkomen. Europese IPO's kennen een lock-up periode van gemiddeld 180 dagen, maar er zijn voorbeelden van IPO's met een langere lock-up periode. NLFI adviseert om een lock-up periode van 180 dagen te hanteren voor het door NLFI gehouden resterende belang in ABN AMRO en daarmee aan te sluiten bij de marktpraktijk.

In recente IPO's is regelmatig gebruik gemaakt van cornerstone investeerders: dit zijn investeerders die al vroeg in het voorbereidingsproces van een IPO benaderd worden met de vraag of zij willen investeren in een onderneming. Cornerstone investeerders kunnen worden gezien als een vorm van pre-IPO investeerders. Het betreft meestal openbare toezeggingen (gepubliceerd in het prospectus) om een specifiek aantal aandelen bij de IPO te kopen met de garantie van de verkoper dat deze aandelen daadwerkelijk bij de betreffende investeerder worden geplaatst. Een andere vorm van pre-IPO investeerders zijn investeerders die kort voor de IPO al voor een bepaald bedrag in een onderneming investeren in ruil voor aandelen. Cornerstone investeerders zijn niet cruciaal voor het al dan niet slagen van een IPO, maar er kan wel een signaal van goedkeuring van de investment case aan de markt vanuit gaan. Ook kan het gebruik van cornerstone investeerders leiden tot een verbreding van mogelijke investeerders. Nadelige effecten kunnen zijn dat de liquiditeit van het aandeel afneemt en dat cornerstone investeerders mogelijk een bepaalde mate van additionele zeggenschap willen. Cornerstone investeerders zijn vrij recent en met succes gebruikt in een aantal grote Europese IPO's waaronder AA Plc. (2014), Euronext (2014) en Nationale Nederlanden (2014).

NLFI adviseert nader te onderzoeken welke mogelijkheden er bij de IPO van ABN AMRO zijn om gebruik te maken van een of meer 'toonaangevende' potentiële investeerders als pre-IPO investeerders. Hiervan zou alleen gebruik moeten worden gemaakt indien dit een gunstige invloed heeft op de verkoop van de eerste tranche. NLFI is geen voorstander van het verlenen van korting op de aandelenprijs aan cornerstone investeerders, dit zou een nadelige invloed hebben op de opbrengst voor de Staat. NLFI is evenmin voorstander van het verlenen van additionele zeggenschap aan cornerstone investeerders.

22 Bij een eerste tranche van 20% en een greenshoe van 15% hiervan, zou de eerste tranche 23% bedragen. Bij een eerste tranche van 25% en een greenshoe van 15% hiervan, zou dat leiden tot een eerste tranche van circa 29%.

23 Dit zal in overstemming gebeuren met de Verordening (EG) nr. 2273/2003 van de Commissie van 22 december 2003 tot uitvoering van Richtlijn 2003/6/EG van het Europees Parlement en de Raad wat de uitzonderingsregeling voor terugkoopprogramma's en voor de stabilisatie van financiële instrumenten betreft.

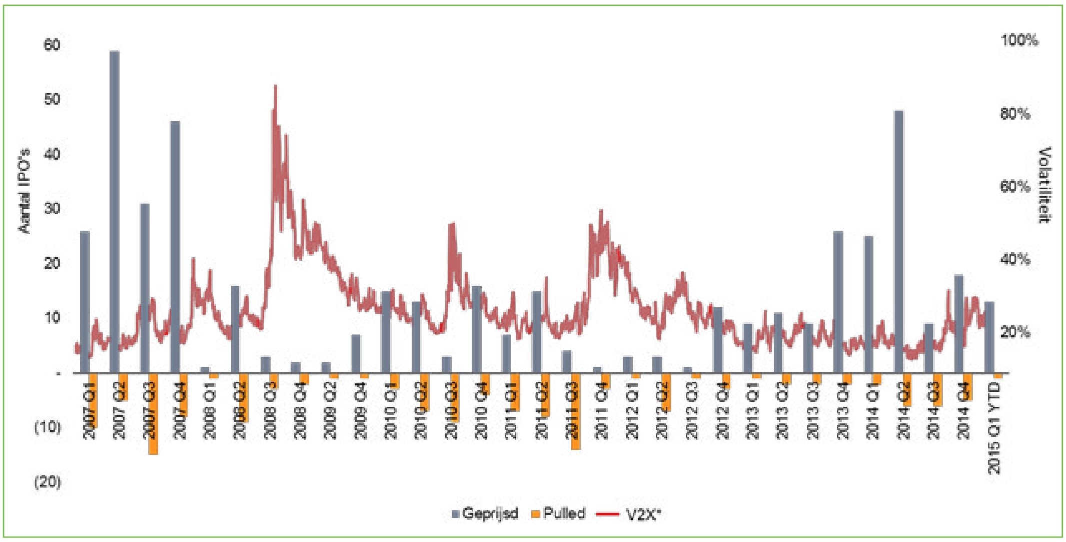
Op 10 oktober 2013 vond de IPO van Royal Mail plaats. Royal Mail was een staatsdeelneming in het Verenigd Koninkrijk. In de weken na de IPO steeg de aandelenkoers aanzienlijk, waardoor vragen zijn gesteld over de juiste prijs van het aandeel bij de IPO. NLFI heeft deze IPO bestudeerd en neemt de lessons learned ter harte. De belangrijkste lessons learned zagen op waardebepaling, prijsvorming, allocatie van de aandelen aan investeerders en de omvang van de eerste tranche.

Voor de waardebepaling van ABN AMRO kan een goede vergelijking worden gemaakt met andere beursgenoteerde banken. Bij Royal Mail was geen vergelijking mogelijk, zodat de waardebepaling lastiger te maken was en de prijsvorming moeilijk te toetsen was aan de waardebepaling. Daarnaast heeft ABN AMRO een goede financiële track-record en een onderbouwd strategisch plan. Bij de IPO zal de optie om de prijsrange naar boven te kunnen bijstellen zo lang mogelijk open gehouden worden. Bij de allocatie van de aandelen zal ook worden gekeken naar de beleggingsstijl van investeerders. Daarbij wordt gezocht naar een optimale mix tussen de diverse beleggingsstijlen. Dit is bij Royal Mail achterwege gelaten. In het geval van Royal Mail had de eerste tranche een omvang van 60%. Daardoor kon niet optimaal worden geprofiteerd van koersstijgingen. NLFI adviseert om bij een IPO van ABN AMRO niet meer dan 20% - 30% van de aandelen in de eerste tranche te verkopen (inclusief een eventuele greenshoe). Ook in het rapport van Lord Myners IPOs and Bookbuilding in Future HM Government Primary Share Disposals d.d. 16 december 2014 wordt aanbevolen een eerste tranche niet te groot van omvang te laten zijn.

4.1 Absorptievermogen in de markt

Voor het vinden van voldoende investeerders die aandelen ABN AMRO willen kopen tegen een goede prijs is voldoende absorptievermogen in de markt nodig. De daadwerkelijke, concrete interesse van investeerders wordt pas duidelijk gedurende het marketingproces van de beursintroductie en tijdens en na de roadshows waarin het management van de bank presentaties geeft aan potentiële investeerders. Dit vindt plaats in de weken voorafgaande aan de beursintroductie. Er zijn enkele indicatoren aan de hand waarvan vooraf al een inschatting kan worden gemaakt of er interesse in de aandelen bestaat, dan wel dat investeerders vooral in alternatieve investeringsmogelijkheden zijn geïnteresseerd (bijvoorbeeld staatsobligaties). Hieronder wordt dit nader toegelicht.

In de volgende grafiek is te zien hoeveel IPO's van meer dan € 100 miljoen sinds 2007 doorgang hebben gevonden ('geprijsd') en hoeveel zijn afgeblazen ('pulled') of uitgesteld. Het is duidelijk te zien dat in de crisisjaren meer IPO's zijn afgeblazen. Sinds eind 2013 neemt het aantal IPO's dat doorgang heeft gevonden weer toe en is het terug op het niveau van voor de crisis.

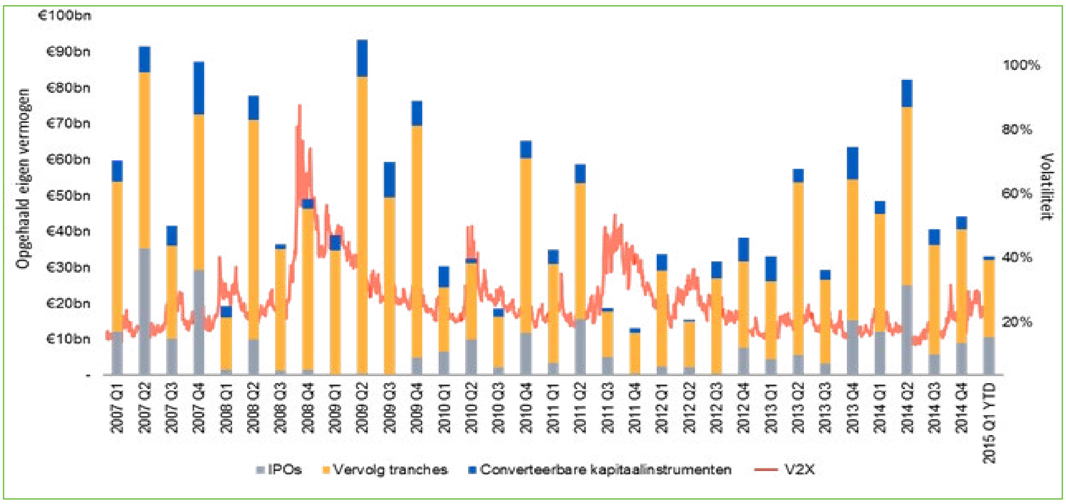


* V2X is een maatstaf voor de volatiliteit van de aandelenmarkten

Indien wordt gekeken naar de kapitaalmarkt voor het aantrekken van eigen vermogen (aandelen en hybride kapitaal dat verlies absorberend is), dan is het volgende waarneembaar:

1. Het totaal aan opgehaald eigen vermogen fluctueert, sinds medio 2013 is de vraag gestegen;
2. De samenstelling van de instrumenten die worden uitgegeven (IPO's, vervolg tranches en converteerbare kapitaalinstrumenten) verschilt: in de crisisjaren zijn relatief veel vervolgtransacties uitgegeven door bijvoorbeeld ondernemingen die extra kapitaal nodig hadden. Sinds enkele jaren is het aantal IPO's toegenomen, waarbij Q2 en Q4 traditiegetrouw drukker zijn dan Q1 en Q3;
3. In tijden van lage volatiliteit kunnen kapitaalmarktinstrumenten relatief goed geplaatst worden. Indien de volatiliteit hoog is, dan zijn investeerders minder genegen om te investeren in kapitaalmarktinstrumenten. Sinds 2013 is de volatiliteit afgenomen, hetgeen gunstig is voor beursintroducties.

Dit is weergegeven in de hierna volgende grafiek.



Geconcludeerd kan worden dat investeerders sinds 2013 meer interesse hebben om te investeren in aandelen, ook in aandelen van financiële instellingen. De interesse van investeerders in de beursintroducties van Nationale Nederlanden en Voya (beide verkocht door ING Groep als onderdeel van de afspraken met de Europese Commissie) zijn hier goede voorbeelden van. Ook hebben verschillende zakenbanken aangegeven dat investeerders graag willen beleggen in een bank als ABN AMRO.

4.2 Kosten van een beursintroductie

In dit hoofdstuk wordt toegelicht welke adviseurs van een verkopende partij bij een beursintroductie betrokken zijn en welke kosten hiermee gemoeid zijn. Daarna wordt ingegaan op mogelijkheden om de kosten zoveel mogelijk te beperken.

Het is de wens van u, de Tweede Kamer en NLFI om de kosten die met een IPO zijn gemoeid zo laag mogelijk te houden. NLFI acht het van belang op te merken dat hierdoor geen afbreuk mag worden afgedaan aan de kwaliteit van de adviseurs en de begeleidende banken. Kwaliteit is een eerste vereiste, daarna spelen kosten een grote rol. Bij een beursintroductie zijn meerdere adviseurs betrokken, die door diverse partijen worden ingehuurd. NLFI ziet het als een belangrijke taak om de kosten van de door NLFI ingehuurde adviseurs tot een minimum te beperken.

Een deel van de kosten loopt via de begroting van NLFI. Kosten die NLFI maakt voor het beheer van ABN AMRO worden opgenomen in de begroting en de jaarrekening van NLFI. De minister van Financiën vergoedt deze kosten aan NLFI en berekent de kosten door aan ABN AMRO.[24]

De kosten van een consortium dat NLFI begeleidt bij een mogelijke beursintroductie van ABN AMRO worden niet opgenomen in de begroting van NLFI. Uitgangspunt is dat dergelijke verkoopkosten worden verrekend met de verkoopopbrengst van de aandelen. Deze kosten worden dan ingehouden op de verkoopopbrengst en de netto-opbrengst wordt verantwoord in de begroting en de jaarrekening van het Rijk (begroting IXB).

4.2.1 Adviseurs voor rekening van verkopende aandeelhouder

Ten aanzien van de kosten is het van belang om een onderscheid te maken tussen kosten die voor rekening komen van de verkopende aandeelhouder (NLFI / de Staat) en kosten die voor rekening komen van de vennootschap (ABN AMRO). Alvorens in te gaan op de mogelijkheden om de kosten zoveel mogelijk te beperken, wordt hierna eerst ingegaan op de verschillende adviseurs die bij een IPO door de verkopende aandeelhouder worden gebruikt. Andere stakeholders, zoals de raad van bestuur, de raad van commissarissen en de ondernemingsraad van ABN AMRO, trekken mogelijk zelf voor eigen rekening adviseurs aan.

24 Op grond van artikel 7 van de Wet stichting administratiekantoor beheer financiële instellingen. Zie ook het besluit van 29 augustus 2011, houdende regels inzake doorberekening van kosten van de stichting administratiekantoor beheer financiële instellingen.

Financieel adviseur NLFI: NLFI heeft, na een competitief inkoopproces, Rothschild ingehuurd om te adviseren en assisteren bij de exit van ABN AMRO en de voorbereiding daarop. Rothschild adviseert over alle relevante aspecten die samenhangen met de exit en zal ook assisteren bij het aanstellen van de zakenbanken die de IPO gaan begeleiden. Daarnaast levert Rothschild extra capaciteit aan NLFI in tijden van drukte. Dit neemt niet weg dat NLFI ook steeds een eigen oordeel blijft vormen. In de regel ontvangt een financieel adviseur een maandelijkse (retainer)fee en een fee bij het afronden van de transactie (een vast bedrag of een percentage van de opbrengst). Met Rothschild is een relatief lage maandelijkse fee overeengekomen die is gerelateerd aan de verrichte werkzaamheden, alsmede een fee bij afronding van de exit die onafhankelijk is van de omvang van de transactie en mede is gebaseerd op het oordeel van NLFI over de kwaliteit van de door Rothschild geleverde diensten.

Juridisch adviseur NLFI: na een competitief inkoopproces heeft NLFI Allen & Overy ingehuurd om NLFI te adviseren over relevante juridische zaken rondom de exit van ABN AMRO. Juridisch adviseurs ontvangen in de regel een vergoeding voor gewerkte uren. In uitzonderlijke gevallen kan een maximum bedrag worden afgesproken (binnen bepaalde kaders). Dat is in dit geval gebeurd.

Zakenbanken (consortium of syndicaat): deze worden gecontracteerd in het kader van de beursintroductie. De taken van deze banken zien onder meer op de volgende zaken:

a. managen van het IPO proces;
b. zorgen voor contacten met potentiële investeerders en begeleiden van het management bij gesprekken met potentiële investeerders;
c. adviseren bij het opstellen van de zogenaamde 'equity story' (samenvatting van strategie waaruit blijkt waarom beleggers het aandeel ABN AMRO zouden moeten kopen);
d. uitvoeren van due diligence (boekenonderzoek) ten behoeve van het syndicaat;
e. assisteren bij de totstandkoming van het prospectus;
f. assisteren bij het opstellen van analistenpresentaties en roadshows;
g. verzamelen en analyseren feedback van potentiële investeerders en de orders die zij inleggen;
h. adviseren over de verdeling van de aandelen over potentiële investeerders en adviseren over de exacte prijs waarvoor het aandeel moet worden aangeboden.

De vergoeding voor de zakenbanken is vaak een percentage van de opbrengst van een beursintroductie. Soms wordt (gedeeltelijk) een vast bedrag overeengekomen. Het voordeel van een vergoeding in de vorm van een percentage van de opbrengst is dat banken dan een extra stimulans hebben om een zo hoge mogelijke prijs te realiseren. Een risico is dat meer druk vanuit het syndicaat van zakenbanken ontstaat om een grotere eerste tranche te plaatsen: dit kan de opbrengst verhogen en daarmee ook de vergoeding. In het geval van een beursintroductie van ABN AMRO is dit risico beperkt indien de eerste tranche relatief klein blijft door vooraf te bepalen dat deze niet meer dan 20% tot 30% zal bedragen (zie hierover paragraaf 4.2).

NLFI heeft onderzocht welke vergoedingen sinds 2006 aan zakenbanken zijn betaald bij Europese privatiseringen (door middel van een IPO) met een omvang van de beursgang van meer dan € 100 miljoen. De gemiddelde vergoeding over de eerste tranche bedroeg 1,7% en de mediaan 1,3% van de verkoopopbrengsten. Bij recente privatiseringen bedroeg de gemiddelde vergoeding circa 1%. NLFI streeft ernaar dat de vergoeding voor de eerste tranche minder dan 1% bedraagt. Dit is inclusief een klein percentage dat zakenbanken veelal in rekening brengen als vergoeding voor de zogenaamde 'underwriting commitment'. Dit is een toezegging waarmee zakenbanken feitelijk garanderen dat de investeerders die aandelen krijgen toegewezen deze ook betalen.

Aan de tranches die in de jaren daarna naar de beurs worden gebracht zullen lagere kosten verbonden zijn, omdat er geen bewerkelijk IPO proces hoeft plaats te vinden. Beleggers zijn al bekend met het aandeel. Er hoeft meestal geen prospectus te worden geschreven (afhankelijk van de exacte transactiestructuur) en er is minder begeleiding bij de roadshows nodig. Bovendien wordt er geen IPO discount toegepast.

NLFI heeft een aanbestedingsprocedure gehouden voor de samenstelling van een generiek NLFI-breed panel van zakenbanken. NLFI kan de betreffende banken vragen om advies over allerhande onderwerpen die betrekking hebben op kapitaalmarkten (eigen vermogen). De adviesbehoefte van NLFI kan in beginsel betrekking hebben op alle deelnemingen van NLFI. Alle geïnteresseerde marktpartijen zijn op gelijke wijze geïnformeerd en behandeld tijdens de aanbesteding (non-discriminatie). In de aanbestedingsdocumenten is ter bevordering van de transparantie een omschrijving opgenomen van het aanbestedings- en beoordelingsproces. Voor de beoordeling van de geschiktheid van partijen en de inhoudelijke beoordeling van de offertes zijn objectieve criteria gehanteerd (ter bevordering van de objectiviteit in het selectieproces). In beginsel heeft iedere partij kunnen meedingen, mits werd voldaan aan de door NLFI gestelde criteria.
Om uiteindelijk te komen tot een syndicaat van zakenbanken dat de beursintroductie van ABN AMRO mag begeleiden zal in beginsel binnen het generieke NLFI panel van zakenbanken een zogenoemde 'mini-competitie' of 'veiling' op basis van kwantitatieve en kwalitatieve criteria worden georganiseerd.

Het voordeel van een generiek NLFI-breed panel is dat na akkoord van de Tweede Kamer sneller kan worden gestart met de voorbereidende werkzaamheden voor een beursintroductie van ABN AMRO.

Teneinde de onderhandelingspositie van NLFI ten opzichte van zakenbanken niet te verzwakken, wordt in dit advies geen gedetailleerde onderhandelingsstrategie en - positie weergegeven. NLFI zal u op vertrouwelijke basis hierover informeren.

Juridisch adviseur van de zakenbanken: de groep van zakenbanken huurt een juridisch adviseur in om ervoor te zorgen dat aan alle wet- en regelgeving wordt voldaan en om due diligence uit te voeren. Dit is ook belangrijk voor NLFI en ABN AMRO. Normaal gesproken worden juridisch adviseurs op basis van gewerkte uren

vergoed. In uitzonderlijke gevallen kan een vast bedrag worden afgesproken (binnen bepaalde kaders).

Mogelijk worden nog kosten gemaakt voor een communicatie adviseur. Deze adviseur draagt ervoor zorg dat alle communicatie over bijvoorbeeld de timing van de IPO en alle communicatie in het buitenland in goede banen wordt geleid. Hiervoor wordt meestal een vast bedrag afgesproken.

4.2.2 *Kosten minimalisatie*

NLFI ziet het als een belangrijke taak om de kosten van de door NLFI aangestelde adviseurs tot een minimum te beperken. Hierbij kan worden gedacht aan diverse vergoedingsstructuren en het inrichten van een competitief proces voor het veilen van de verschillende rollen. NLFI heeft bij de adviseurs die tot nu toe zijn ingehuurd (een onafhankelijk financieel adviseur en een juridisch adviseur) goede onderhandelingsresultaten behaald en vaste vergoedingen afgesproken, of binnen kaders maximale vergoedingen. Dit is ook de ambitie bij het aantrekken van de overige adviseurs; goede kwaliteit tegen zo laag mogelijke prijs.

NLFI heeft onderzocht of op onderdelen een niet-traditioneel IPO proces kan worden gevolgd, met als doel kosten te besparen. Hierbij is gekeken naar opties die bij een beursintroductie van een onderneming als ABN AMRO, een grote systeemrelevante financiële instelling, mogelijk en aanvaardbaar zijn. De aard en omvang van ABN AMRO zorgen voor extra verantwoordelijkheden ten aanzien van het exit proces. Het proces moet beheersbaar blijven en de kans op een mislukte exit moet minimaal zijn. Bij de beantwoording van Kamervragen over dit onderwerp gaf u aan[25] dat de alternatieven die tijdens het rondetafelgesprek d.d. 30 oktober 2013 werden gepresenteerd zouden resulteren in aanzienlijk lagere opbrengsten voor de Staat en een beperktere toegang voor ABN AMRO tot de kapitaalmarkt. Dit zou onwenselijk zijn. Om die reden worden betreffende alternatieven niet besproken in dit advies.

NLFI heeft de volgende alternatieven onderzocht:

1. het afspreken van een vaste vergoeding voor zakenbanken in plaats van een percentage van de opbrengst;
2. het beperken van de begeleiding door zakenbanken door bepaalde activiteiten door het Agentschap of ABN AMRO zelf te laten uitvoeren;
3. een veiling van de aandelen, ook wel 'Dutch Auction' genaamd, zoals bij Google is gebruikt;
4. introductie van een volksaandeel; aanbieden van een gedeelte van de aandelen aan particulieren tegen een vaste prijs op basis van intekening.
5. Van deze alternatieven worden hieronder de haalbaarheid en de voor- en nadelen besproken.

1. Het afspreken van een vaste vergoeding in plaats van een percentage van de opbrengst.

25 D.d. 25 november 2013, kenmerk FIN/2013/U1101.

Het voordeel van een vaste vergoeding is dat dit duidelijkheid vooraf geeft over de hoogte van de kosten. Dit betekent wel dat bij een kleinere eerste tranche dan initieel gepland, de vaste vergoeding omgerekend naar een percentage hoog kan zijn.

Het voordeel van een percentage is dat het bijbehorende bedrag meebeweegt met de omvang en de prijs van de tranche: indien de tranche relatief klein is en de prijs laag zullen de kosten ook relatief laag zijn.[26] Bijkomend voordeel is dat een vergoeding in de vorm van een percentage de banken extra motiveert om een goede prijs te realiseren; dat levert immers een hogere vergoeding op.

In de onderhandelingen met de zakenbanken zal NLFI beoordelen welke vorm van vergoeding, of een combinatie van beide vormen, uiteindelijk tot de laagste kosten leidt.

2. *Het beperken van de begeleiding door zakenbanken door bepaalde activiteiten door het Agentschap of ABN AMRO zelf te laten uitvoeren.*
   Het ministerie van Financiën heeft laten onderzoeken in hoeverre het Agentschap een rol kan spelen in een IPO.

   ABN AMRO voert al veel voorbereidingen zelf uit, aangezien zij 'object van verkoop' is. Dit is ook het geval bij andere beursintroducties: de onderneming die naar de beurs gaat verricht veel voorbereidende werkzaamheden. Wat betreft het door ABN AMRO laten uitvoeren van werkzaamheden die normaal gesproken door zakenbanken uit het syndicaat worden uitgevoerd, dient een afweging te worden gemaakt tussen diverse belangen. Indien ABN AMRO zou worden gevraagd om werkzaamheden tegen een gereduceerd tarief te verrichten, dan is dat niet 'at arm's length'.[27] Bovendien kan het ten koste gaan van de tijd die de bank kan besteden aan klanten die wel een vergoeding betalen. NLFI adviseert derhalve ABN AMRO de kans te geven om onder marktconforme voorwaarden een rol te spelen bij de IPO en ABN AMRO net als de andere (Nederlandse) zakenbanken in de gelegenheid te stellen mee te dingen naar een plek in het syndicaat.

3. *Een veiling van de aandelen, ook wel 'Dutch Auction' genaamd, zoals bij Google is toegepast*
   Een Dutch Auction kan goed werken bij een merk dat zó bekend en uniek is als Google (er zijn nauwelijks beursgenoteerde bedrijven die vergelijkbare activiteiten, marktaandeel en naamsbekendheid hebben waarin investeerders kunnen investeren). Zakenbanken zijn dan minder nodig om beleggers te interesseren in het aandeel, aangezien het aandeel al zeer bekend is. Ten tijde

26 Rekenvoorbeeld: indien een eerste tranche bestaat uit 50 miljoen aandelen die € 10 per stuk opbrengen en de zakenbanken een fee van 1% rekenen, dan zullen de kosten € 5 miljoen bedragen. Indien de aandelen slechts € 8 per stuk opbrengen, dan zullen de kosten € 4 miljoen bedragen.
27 At arm's lenght betekent dat een transactie op zakelijke (marktconforme) voorwaarden moet worden uitgevoerd.

van de Google IPO was Google bekend als merk, maar minstens net zo belangrijk was het feit dat het ook bekend stond als bedrijf met (uitzonderlijk) groeipotentieel. Daardoor verkocht het aandeel zich praktisch zelf en wensten veel investeerders in het aandeel te investeren. Er zijn in Europa ruim 250 beursgenoteerde banken en beleggers kiezen slechts enkele hiervan uit om in te beleggen. NLFI is van oordeel dat een Dutch Auction niet geschikt is voor een onderneming als ABN AMRO.

Een Dutch Auction van een onbekend merk kan ook, maar vereist dan wel uitgebreide marketing. Hiervoor moeten zakenbanken worden ingehuurd, waarvoor kosten gemaakt moeten worden. Daarmee is er geen kostenvoordeel ten opzichte van een beursintroductie.

4. *Introductie van een volksaandeel (retail offering)*

Een volksaandeel (het bij een beursintroductie actief aanbieden van aandelen specifiek aan particuliere beleggers, ook wel 'retail offering' genoemd) leidt niet per definitie tot lagere kosten. Sterker, een traditionele retail offering gaat doorgaans gepaard met een breed opgezette marketing campagne specifiek gericht op de doelgroep van particuliere beleggers. Daarnaast wordt bijvoorbeeld vaak een aparte website gebouwd waar particulieren relevante informatie kunnen vinden. Ook is het gebruikelijk een call-center in te richten voor de beantwoording van vragen van particulieren en extra exemplaren te printen van het prospectus. Hoofdstuk 5.4 bevat een nadere toelichting op de overwegingen om bij een beursgang van ABN AMRO aan particuliere beleggers actief de mogelijkheid te bieden om aandelen te kopen.

Meer in het algemeen kan worden gesteld dat alle verkopende aandeelhouders er baat bij hebben om een beursintroductie tegen zo goed mogelijke voorwaarden en laag mogelijke kosten te realiseren. Regelmatig verkopen professionele aandeelhouders deelnemingen en gebruiken hiervoor een beursintroductie. Tot op heden zijn geen alternatieven ontwikkeld die de kosten van een beursintroductie substantieel verlagen.

5 Interne bedrijfsvoering NLFI

5 Governance na aanvang exit door middel van een beursintroductie

5.1 Inleiding

In het Algemeen Overleg d.d. 27 november 2013 is veel aandacht besteed aan de toekomst van ABN AMRO met het oog op de exit van de Staat. Dit hield vooral verband met het grote publieke belang dat met een systeembank als ABN AMRO is gemoeid en de zorg van de Tweede Kamer dat de geschiedenis, de nationalisatie van ABN AMRO en SNS Reaal, zich zal herhalen.

Tegen deze achtergrond is lang stilgestaan bij de vraag of de continuïteit van ABN AMRO na aanvang van een exit wel voldoende is geborgd. Daarbij kwam ook aan de orde of de door NLFI geadviseerde maatregelen op het gebied van governance in het exit advies van augustus 2013 wel voldoende effectief en toereikend zijn. In dit hoofdstuk worden beide onderwerpen behandeld. Dat geldt ook voor de overige onderwerpen waarover u aan de Tweede Kamer heeft toegezegd deze nader te verkennen. Dit betreft onder meer de toezegging om 'opnieuw te verkennen of het aanbieden van loyaliteitsdividend tot voldoende interesse leidt om een goede opbrengst te realiseren en of hierdoor interesse van beleggers mogelijk wordt geschaad'.

5.2 Publiek belang

In vervolg op de discussie die werd gevoerd in het Algemeen Overleg d.d. 27 november 2013 of het publieke belang dat met ABN AMRO gemoeid is wel voldoende is geborgd, heeft de Tweede Kamer de motie Nijboer aangenomen. Daarin wordt u verzocht 'nader te onderbouwen hoe de publieke belangen, die met de stabiliteit en continuïteit van de dienstverlening van ABN AMRO zijn gemoeid, kunnen worden verankerd in de statuten van ABN AMRO of kunnen worden verbonden aan het inroepen van het recht op de preferente aandelen door de stichting continuïteit van ABN AMRO'.[28]

In het debat met de Tweede Kamer over ABN AMRO heeft u onderstreept dat publieke belangen die gemoeid zijn met financiële instellingen worden geborgd in wet- en regelgeving. Dit geldt ook voor (systeem)banken. In uw brief van

28 Motie 32013, nr. 46.

23 augustus 2013 heeft u aangegeven dat het kabinet het van belang acht om ABN AMRO voor het Nederlandse bankenlandschap te behouden ten behoeve van de diversiteit en concurrentie op de markt. Voorkomen zou moeten worden dat de bank haar functie voor Nederland verliest als gevolg van een overname en een daarop volgende ontmanteling.[29] Dit geldt voor alle (systeem)banken. Aangezien dit publieke belang reeds op adequate wijze is geborgd - in dit verband werd gewezen op de financiële toezichtwetgeving en het daarop gebaseerde toezicht - was er volgens u geen reden om aanvullende maatregelen specifiek voor ABN AMRO te treffen.

Naast de borging van het publieke belang in de financiële toezichtwetgeving biedt ook het Nederlandse vennootschapsrecht een zekere mate van borging. Uit de jurisprudentie en juridische literatuur kan worden opgemaakt dat een aandeelhouder van een beursvennootschap die activiteiten ontplooit in een sector die door de overheid is aangemerkt als 'van vitaal belang[30] voor de instandhouding van het maatschappelijk leven' - hetgeen voor een systeembank als ABN AMRO het geval is[31] - gehouden is het publieke belang steeds af te wegen tegenover andere belangen. Voor dit soort ondernemingen van openbaar belang geldt dat het vennootschappelijk belang mede wordt bepaald door het publieke belang.[32]

Concreet betekent dit dat mocht een onderhandse verkoop van ABN AMRO aan een partij worden overwogen of mocht een openbaar bod op de aandelen van ABN AMRO worden uitgebracht, NLFI als aandeelhouder gehouden is ook het publieke belang mee te wegen in zijn advies aan de minister over het te nemen besluit om al dan niet tot verkoop over te gaan. Ook op grond van de Wet NLFI dient NLFI rekening te houden met de duurzaamheid van de toekomstige situatie, de continuïteit van de vennootschap, de stabiliteit van het financiële stelsel en de eerlijke concurrentieverhoudingen op de financiële markten. Een eventuele beschermingsstichting die in bepaalde situaties het stemrecht verkrijgt in ABN AMRO zal ook het publieke belang als deelbelang moeten meewegen in haar besluitvorming.

5.3 Nadere uitwerking governance

Indien de verkoop van ABN AMRO wordt aangevangen door een IPO treden vanaf dat moment nieuwe aandeelhouders toe. Dit betekent dat het belang van de Staat en de zeggenschap van NLFI in ABN AMRO zullen verminderen ten gunste van de nieuw toetredende aandeelhouders. NLFI heeft in het advies d.d. 23 augustus 2013 geadviseerd een aantal maatregelen te treffen ter bescherming van het resterende financiële belang van de Staat en van de vennootschap tegen ongewenste overnames of andere ongewenste invloed van activistische aandeelhouders.

29 Dit laat onverlet een overname waarbij de functie van de bank wel voor de Nederlandse markt behouden blijft.
30 Deze vitale sectoren zijn onder meer benoemd in de rapportage 'Tussen naïviteit en paranoia: Nationale veiligheidsbelangen bij buitenlandse investeringen in vitale sectoren' van de Werkgroep Economische Veiligheid (Bijlage bij Kamerstukken II 2013/14, 30 821, nr. 22).
31 Ondernemingskamer van het Gerechtshof Amsterdam, 5 april 2012, JOR 2013/14.
32 Algemeen belang vanuit de optiek van de aandeelhouder, R. Abma, WPNR, nummer 7048, 31 januari 2015.

Dit betrof:

1. de invoering van een statutair vereiste gekwalificeerde meerderheid in de aandeelhoudersvergadering voor belangrijke besluiten; en
2. de oprichting van een stichting waaraan een call-optie wordt verleend tot het nemen van beschermingspreferente aandelen.

In de afgelopen periode heeft NLFI met ABN AMRO gewerkt aan de verdere voorbereiding. Op verschillende (deel)onderwerpen heeft NLFI daarbij advies ingewonnen van zakenbanken, juristen en verschillende belangenorganisaties. Bij het voorbereiden van de nieuwe statuten zijn de gebruikelijke vennootschappelijke verhoudingen en best practices voor goede governance[33] als uitgangspunt genomen. Deze paragraaf gaat in op de onderdelen van de geadviseerde toekomstige governance van ABN AMRO, die een uitwerking vormen van eerdergenoemde maatregelen.

a. Gekwalificeerde meerderheid (bescherming resterend belang Staat)

Eerder heeft NLFI u geadviseerd om bij een beursintroductie van ABN AMRO het resterende financiële belang van de Staat te beschermen door in de statuten vast te leggen dat voor besluitvorming over een aantal belangrijke onderwerpen een gekwalificeerde meerderheid in de aandeelhoudersvergadering is vereist. Dit is voor investeerders een acceptabele maatregel en vermijdt de invloed die andere beschermingsstructuren[34] kunnen hebben op de waardering van een onderneming. NLFI adviseert aan te sluiten bij een in de markt bekende gekwalificeerde meerderheid[35] die ook in de wet als toegestane meerderheid voorkomt.[36] Het betreft een meerderheid van tweederde van de uitgebrachte stemmen die meer dan de helft van het geplaatste kapitaal vertegenwoordigen. Daarmee is de zeggenschap van NLFI ten aanzien van bedoelde belangrijke onderwerpen in ieder geval effectief zolang NLFI een belang in ABN AMRO houdt dat groter is dan eenderde van het geplaatste kapitaal. Zolang NLFI een belang in ABN AMRO houdt van ten minste eenderde fungeert de vereiste gekwalificeerde meerderheid als een de facto vetorecht voor NLFI. NLFI zou hiervan gebruik kunnen maken indien bijvoorbeeld activistische aandeelhouders met succes een campagne tegen ABN AMRO zouden gaan voeren om de zetel van de bank naar het buitenland te verplaatsen of uit zijn op een splitsing.

NLFI adviseert om bij het hanteren van een gekwalificeerde meerderheid in de aandeelhoudersvergadering zo min mogelijk af te wijken van de normale vennootschappelijke verhoudingen. Om deze reden adviseert NLFI de gekwalificeerde meerderheid alleen te introduceren voor onderwerpen die voor de vennootschap het meest wezenlijk zijn en die de grootste impact kunnen hebben op het resterende financieel belang van de Staat: belangrijke veranderingen van naam, zetel en doel en andere belangrijke veranderingen in de identiteit of het karakter zoals bedoeld in artikel 2:107a BW, wijziging van de statuten en ontbinding van de vennootschap.

33 Nederlandse Corporate Governance Code.
34 Zoals prioriteitsaandelen. Dit zijn gewone aandelen waaraan extra zeggenschap kan worden toebedeeld.
35 Bijvoorbeeld ING Group N.V..
36 Artikelen 2:133 lid 2 en 134 lid 2 van het Burgerlijk Wetboek.

In aanvulling op artikel 2:107a BW en de daarin genoemde grens voor de goedkeuring door aandeelhouders van (des)investeringen met een waarde groter dan een derde van het balanstotaal adviseert NLFI gegeven de relatief grote omvang van het balanstotaal van ABN AMRO een aanzienlijk lagere grens te hanteren van eenderde van het eigen vermogen van de bank.

NLFI meent dat met deze maatregel het resterende financiële belang van de Staat voldoende kan worden beschermd, waarbij de negatieve impact op de waarde van het resterende belang van de Staat zo beperkt mogelijk is. De aldus voorgestelde maatregel past binnen de grenzen van het Nederlandse vennootschapsrecht en kan de toets van Europees rechtelijke regelgeving doorstaan.

b. Verankering maatschappelijke rol

Over de verankering van de maatschappelijke rol van ABN AMRO in de statuten van de bank heeft NLFI in het exitadvies van augustus 2013 al aangegeven dat dit een wenselijke aanvulling op de governance zou zijn. ABN AMRO onderschrijft dit. NLFI adviseert in de nieuwe statuten van de bank expliciet vast te leggen dat het belang van de vennootschap mede de belangen van de klanten en de spaarders en depositohouders omvat[37] en te expliciteren dat ABN AMRO een systeembank is en in die hoedanigheid ook rekening dient te houden met de samenleving als geheel. Geadviseerd wordt dit in de statuten te verankeren omdat deze het fundament vormen van een vennootschap.[38] Zo wordt geborgd dat de raad van bestuur en de raad van commissarissen van ABN AMRO bij de uitvoering van hun vennootschappelijke taak handelen in het belang van de vennootschap, dat mede omvat de daarmee samenhangende deelbelangen zoals het belang van klanten en de samenleving als geheel. Hiermee is aangesloten bij relevante jurisprudentie[39] en de algemene zorgplicht voor financiële instellingen zoals opgenomen in de Wet op het financieel toezicht (Wft).

c. Bescherming van de continuïteit van de vennootschap

Op dit moment is het verlicht structuurregime (artikel 2:155a Burgerlijk Wetboek) van toepassing op ABN AMRO. Indien de verkoop van ABN AMRO wordt aangevangen door middel van een beursintroductie treedt het volledige structuurregime in werking. Dit betekent dat de bevoegdheid om leden van de raad van bestuur te benoemen en te ontslaan verschuift van de aandeelhoudersvergadering naar de raad van commissarissen. Het structuurregime biedt daarmee de facto - indirect - voor de vennootschap een vorm van bescherming tegen 'vijandig' gepercipieerde aandeelhouders, omdat de aandeelhouders geen bestuurders meer kunnen benoemen.

37 De betreffende bepaling in de statuten luidt: 'Het belang van de vennootschap omvat het belang van de met haar verbonden onderneming, daaronder mede begrepen de gerechtvaardigde belangen van de klanten, de spaarders en depositohouders, de aandeelhouders, de werknemers en de samenleving waarin de vennootschap haar activiteiten uitvoert.'
38 Dit in lijn met de aanbevelingen van de Commissie Structuur Nederlandse Banken, in het rapport 'Naar een dienstbaar en stabiel bankwezen' van juni 2013 met de aanbeveling dat banken hun visie op de rol die zij in de samenleving willen vervullen expliciet in een maatschappelijk statuut vastleggen.
39 NJ 2014/167, met annotatie door P. van Schilfgaarde en artikel 4:24a Wft.

Deze bescherming is niet volledig omdat de aandeelhoudersvergadering het vertrouwen in de gehele raad van commissarissen kan opzeggen.

Met een beursintroductie zullen nieuwe aandeelhouders toetreden in ABN AMRO. Vanaf dat moment is het niet langer uitgesloten dat de bank wordt geconfronteerd met ongewenst aandeelhoudersactivisme dat de continuïteit van de bank kan bedreigen of een overnamebod waarover geen overeenstemming met de vennootschap wordt bereikt. Zolang NLFI een belang in ABN AMRO heeft dat groter is dan eenderde van het geplaatste kapitaal is NLFI in de positie om als aandeelhouder de vennootschap te beschermen tegen activistische aandeelhouders die bijvoorbeeld een campagne tegen de bank starten om bepaalde ongewenste veranderingen in de strategie of de structuur door te voeren of tegen een partij die overweegt een onwenselijk openbaar bod op ABN AMRO uit te brengen. Wanneer het belang van NLFI is afgebouwd tot onder eenderde verkeert NLFI niet langer in deze positie.

ABN AMRO heeft aangegeven bij een beursintroductie adequaat beschermd te willen worden. Hiertoe zijn verschillende beschermingsmaatregelen mogelijk, waaronder certificering van aandelen en de eerder besproken stichting waaraan een call-optie wordt verleend tot het nemen van beschermingspreferente aandelen.

Bij certificering worden de aandelen overdragen aan een administratiekantoor, veelal in de vorm van een stichting. Deze stichting geeft vervolgens voor de aandelen certificaten uit aan beleggers. De beleggers verkrijgen daarmee de economische eigendom van de aandelen (en daarmee bijvoorbeeld het recht op dividend dat op de aandelen wordt uitgekeerd), de juridische eigendom blijft bij het administratiekantoor. De certificaten worden ter beurze verhandeld. Gevolg van certificering is in de regel dat het administratiekantoor het stemrecht op de aandelen in beginsel behoudt, maar dat de certificaathouders het recht hebben het administratiekantoor te verzoeken om een stemvolmacht. Indien certificaathouders op deze wijze hun stemvolmacht opvragen kan het administratiekantoor het stemrecht op betreffende aandelen niet meer uitoefenen. De wet[40] biedt de mogelijkheid om in bepaalde situaties (vaak aangeduid als situaties van 'oorlogstijd'[41]) de stemvolmachten in te trekken zodat het administratiekantoor zelf het stemrecht op de aandelen kan uitoefenen en op die wijze bescherming kan bieden aan de vennootschap. Voorwaarde is wel dat het administratiekantoor onafhankelijk is van de vennootschap.[42]

Bij een stichting preferente aandelen verkrijgt deze stichting een call-optie verleend tot het nemen van preferente aandelen met stemrecht. Door het inroepen van de call-optie kan de stichting in situaties die de continuïteit van een onderneming bedreigen zeggenschap in de onderneming verwerven om zo ongewenste activistische aandeelhouders of een onwenselijk overnamebod (tijdelijk) af te weren.

40 Artikel 2:118a, lid 2, Burgerlijk Wetboek.
41 De termen 'oorlogstijd' en 'vredestijd' zijn geëigende termen in de literatuur m.b.t. beschermingsmaatregelen van beursvennootschappen.
42 Artikel 2:118a, lid 3, Burgerlijk Wetboek.

In het exit advies van augustus 2013 heeft NLFI na overleg met ABN AMRO geadviseerd om een stichting preferente aandelen op te richten. In het daarop volgende debat met de Tweede Kamer is lang stilgestaan bij de vraag of deze beschermingsmaatregel wel voldoende effectief en toereikend was, onder meer vanwege de vereiste toestemming (vvgb) van de toezichthouder. Ingeval van uitgifte van beschermingspreferente aandelen kan deze toestemming pas aan de toezichthouder worden gevraagd op het moment dat de stichting de call-optie daadwerkelijk wenst uit te oefenen (dus bij een reële dreiging van een oorlogssituatie). Vanwege de behandelingstermijn die de toezichthouder aanhoudt voor een vvgb-verlening zou dit onzekerheid geven over de tijdige inzetbaarheid van het instrument en daarmee over de effectiviteit ervan. Tegen deze achtergrond en uw toezegging aan de Tweede Kamer om dit punt nader uit te zoeken en zo nodig op te lossen heeft NLFI met ABN AMRO in de afgelopen periode nogmaals de verschillende mogelijkheden voor een effectieve en toereikende bescherming verkend en uitgewerkt. Het is voor ABN AMRO van groot belang dat zo vroeg mogelijk in het proces, in ieder geval vóór de beursintroductie, voldoende duidelijkheid bestaat over de effectiviteit en toereikendheid van de gekozen beschermingsmaatregel en dus over de vraag of de toezichthouder een vvgb zal verlenen. NLFI heeft begrip voor dit standpunt en de zorg die de Tweede Kamer op dit punt heeft geuit. In de afgelopen periode is een beschermingsstructuur uitgewerkt waarin de voordelen van zowel certificering als beschermingspreferente aandelen zijn samengevoegd op een zodanige wijze dat er naar het oordeel van NLFI en ABN AMRO vroeg genoeg in het proces voldoende zekerheid kan worden verkregen over de effectiviteit en toereikendheid van de bescherming. NLFI adviseert deze beschermingsstructuur, die hierna verder wordt uitgewerkt, op korte termijn formeel ter goedkeuring voor te leggen aan de toezichthouder.

Stichting administratiekantoor continuïteit ABN AMRO - nadere uitwerking

NLFI adviseert voorafgaande aan de IPO van ABN AMRO een administratiekantoor op te richten in de vorm van een stichting die ten doel heeft de continuïteit van ABN AMRO te beschermen (hierna: stichting continuïteit ABN AMRO). Aan de stichting continuïteit ABN AMRO zal geen call-optie worden verleend tot het nemen van beschermingspreferente aandelen, maar de stichting zal direct bij de beursintroductie de aandelen overgedragen krijgen die de Staat alsdan wil verkopen via de beurs. Dat geldt ook voor latere verkopen via de beurs. De stichting continuïteit ABN AMRO geeft voor deze aandelen met medewerking van ABN AMRO certificaten van aandelen uit aan beleggers die daarmee economisch eigenaar worden van de aandelen (en dus recht krijgen op bijvoorbeeld het uit te keren dividend). De opbrengst van de verkoop van de certificaten bij de IPO komt, net als bij een verkoop van aandelen, ten goede aan de Staat. Bij certificering worden niet de aandelen, maar de certificaten verhandeld op de beurs. De juridische eigendom van de aandelen berust bij de stichting continuïteit ABN AMRO.

In het algemeen wordt certificering in de praktijk zo vormgegeven dat het administratiekantoor het stemrecht op de aandelen in beginsel behoudt en de certificaathouders het recht hebben om bij het administratiekantoor een stem-

volmacht op te vragen.[43] Het administratiekantoor kan dan het stemrecht uitoefenen op de aandelen waarvoor certificaathouders geen stemvolmacht hebben opgevraagd.

NLFI adviseert voor de stichting continuïteit ABN AMRO van deze praktijk af te wijken door vast te leggen dat de stichting 'in vredestijd' steeds automatisch per aandeelhoudersvergadering stemvolmacht verleent aan de certificaathouders. De certificaathouders kunnen er vervolgens voor kiezen om 1) de stemvolmacht te gebruiken door zelf te stemmen in de aandeelhoudersvergadering van ABN AMRO, 2) de stemvolmacht al dan niet met een steminstructie terug te geven aan de stichting continuïteit ABN AMRO, zodat de stichting kan stemmen, of 3) om niets te doen, dus niet zelf te stemmen, noch de stem terug te geven aan de stichting continuïteit ABN AMRO (de stem gaat dan verloren). De stichting continuïteit ABN AMRO zou door het uitbrengen van stemadviezen kunnen stimuleren dat certificaathouders hun stemvolmacht teruggeven. Op deze wijze kan de stichting continuïteit ABN AMRO ook eventueel aandeelhoudersabsenteïsme proberen te adresseren. Het teruggeven van stemvolmachten door certificaathouders kan per aandeelhoudersvergadering geschieden.

NLFI adviseert op het uitgangspunt dat de stichting continuïteit ABN AMRO automatisch stemvolmachten verleent aan de certificaathouders één belangrijke uitzondering te maken:[44] de stichting continuïteit ABN AMRO zou in bepaalde gevallen van ongewenst aandeelhoudersactivisme en bij een overnamebod waarover geen overeenstemming met ABN AMRO is bereikt, de stemvolmachten tijdelijk moeten kunnen beperken, uitsluiten of herroepen en zo het stemrecht op de gecertificeerde aandelen tijdelijk naar zich toe kunnen trekken. NLFI adviseert wat betreft de tijdelijkheid aan te sluiten bij de periode waarbinnen beschermingspreferente aandelen uiterlijk dienen te worden ingetrokken, te weten binnen maximaal twee jaar. Door het beperken, uitsluiten of herroepen van de stemvolmachten in oorlogstijd kan de stichting continuïteit ABN AMRO het stemrecht uitoefenen op alle aandelen waarvan de Staat inmiddels afstand heeft gedaan en daarmee tijdelijk bescherming bieden aan de continuïteit van ABN AMRO. Deze periode van maximaal twee jaar kan het bestuur van ABN AMRO gebruiken voor nader beraad en eventueel overleg met de betrokken activistische aandeelhouder(s) of bieder(s) met een (ongewenst) bod. Zolang het belang van de Staat groter is dan eenderde van het geplaatste kapitaal - en NLFI via de statutair vereiste gekwalificeerde meerderheid voor besluiten over belangrijke veranderingen in de identiteit of het karakter van de

43 Tenzij er sprake is van een oorlogssituatie zoals omschreven in artikel 2:118a, lid 2, Burgerlijk Wetboek.

44 Artikel 2:118a, lid 2, Burgerlijk Wetboek biedt deze mogelijkheid door te bepalen dat de stemgerechtigde (in het geval van ABN AMRO de stichting continuïteit ABN AMRO) de volmacht slechts kan beperken, uitsluiten of een gegeven volmacht kan herroepen indien:
a. een openbaar bod is aangekondigd of uitgebracht op aandelen in het kapitaal van de vennootschap of op certificaten of de gerechtvaardigde verwachting bestaat dat daartoe zal worden overgegaan, zonder dat over het bod overeenstemming is bereikt met de vennootschap;
b. een houder van certificaten of meerdere houders van certificaten en aandelen volgens een onderlinge regeling tot samenwerking al dan niet samen met dochtermaatschappijen ten minste 25% van het geplaatst kapitaal van de vennootschap verschaffen of doen verschaffen, of;
c. naar het oordeel van de stemgerechtigde uitoefening van het stemrecht door een houder van certificaten wezenlijk in strijd is met het belang van de vennootschap en de daarmee verbonden onderneming.

bank bescherming kan bieden - adviseert NLFI de certificering bij ABN AMRO zo vorm te geven dat de stichting alleen tot beperking, uitsluiting of herroeping van de stemvolmachten kan overgaan ná voorafgaande goedkeuring van NLFI en de minister.

Door de stichting aldus vorm te geven wordt enerzijds bereikt dat de stichting ABN AMRO in oorlogstijd adequaat en op proportionele wijze kan beschermen terwijl in vredestijd de stemverhoudingen binnen de aandeelhoudersvergadering niet onnodig worden verstoord, en anderzijds dat al vroeg in het voorbereidingsproces voor de IPO een vvgb voor de stichting continuïteit ABN AMRO kan worden aangevraagd bij de toezichthouder. Vanaf het moment van de IPO bestaat immers de mogelijkheid dat de stichting continuïteit ABN AMRO stemrecht in de aandeelhoudersvergadering uitoefent: in vredestijd kan de stichting stemmen op de aandelen waarvoor certificaathouders hun stemvolmacht al dan niet met een steminstructie hebben teruggegeven en in oorlogstijd kan de stichting (tijdelijk) het stemrecht uitoefenen op alle aandelen waarvan de Staat op dat moment afstand heeft gedaan. Bij de samenstelling van het bestuur van de stichting continuïteit ABN AMRO zullen de in de wet opgenomen eisen van onafhankelijkheid strikt en zorgvuldig worden toegepast.

Indien en voorzover ter bescherming van de continuïteit van ABN AMRO definitief wordt gekozen voor certificering van aandelen, wordt daar waar het in dit exit advies gaat over beursgenoteerde aandelen ABN AMRO bedoeld beursgenoteerde certificaten ABN AMRO.

Responstermijn en rechten Ondernemingsraad

Naast de op te richten stichting continuïteit ABN AMRO biedt het Nederlandse vennootschapsrecht enkele andere instrumenten die ABN AMRO zou kunnen inzetten om een zekere invloed uit te oefenen indien de bank wordt geconfronteerd met ongewenst aandeelhoudersactivisme.

Wanneer activistische aandeelhouders met ABN AMRO willen discussiëren over bijvoorbeeld de strategie of de leiding van de onderneming staat het hen vrij de vennootschap te verzoeken het onderwerp ter bespreking te agenderen voor de aandeelhoudersvergadering.[45] In dat geval kan het bestuur van de vennootschap zich beroepen op de wettelijke[46] termijn van 60 dagen voorafgaand aan de algemene vergadering, die in acht moet worden genomen voor het indienen van een verzoek tot agendering van een onderwerp. Indien het een onderwerp betreft dat kan leiden tot een wijziging van de strategie van de vennootschap, bijvoorbeeld door het opzeggen van het vertrouwen in de raad van commissarissen, dan kan de raad van bestuur zich ook beroepen op de zogenaamde 'responstermijn' uit de Nederlandse Corporate Governance Code die door Nederlandse beursvennootschappen moet worden nageleefd. Best practice bepaling IV.4.4 jo. II.1.9 van de Nederlandse

45 Aandeelhouders kunnen dergelijke onderwerpen niet dwingend ter stemming agenderen voor een aandeelhoudersvergadering. Een dergelijk initiatiefrecht heeft alleen de raad van bestuur van een vennootschap.

46 Artikel 2:114a Burgerlijk Wetboek.

Corporate Governance Code bepaalt dat aandeelhouders een responstijd van 180 dagen in ogenschouw moeten nemen bij het agenderen van dergelijke strategische onderwerpen. Het inroepen van deze termijn geeft het bestuur van de vennootschap de tijd en gelegenheid zich te beraden op een eventuele reactie. Het bestuur moet de responstermijn gebruiken voor nader beraad en constructief overleg, in ieder geval met de betreffende aandeelhouders, en moet de alternatieven verkennen.[47]

Indien een openbaar bod op ABN AMRO wordt uitgebracht waarover geen overeenstemming is bereikt met de raad van bestuur en de raad van commissarissen is er sprake van een vijandig openbaar bod. Het besluit om een bod niet te steunen is geen besluit waarvoor de OR een adviesplicht heeft, omdat het een besluit is om iets niet te doen. Dit is anders wanneer ABN AMRO aan de Ondernemingsraad (OR)[48] een dergelijk adviesrecht expliciet zou toekennen. In dat geval zou de OR diens betrokkenheid in het overnameproces mogelijk kunnen vergroten door het adviesrecht uit te oefenen.

Ook kan onder druk van een activistische aandeelhouder door het bestuur een strategische wijziging ter stemming worden gebracht, bijvoorbeeld een fusie of een splitsing.[49] Dergelijke besluitvorming valt meestal onder het adviesrecht van de OR waarmee de OR diens betrokkenheid kan vergroten.

De OR heeft geen zelfstandig wettelijk recht tot het indienen van een enquêteverzoek bij de Ondernemingskamer. Hij kan dit wel krachtens de statuten of bij overeenkomst met de vennootschap toegekend krijgen. De enquêteprocedure richt zich in beginsel op het gedrag van de raad van bestuur of de raad van commissarissen, maar kan ook betrekking hebben op de aandeelhoudersvergadering. Over het algemeen heeft een (vijandige) bieder al een belang opgebouwd in de vennootschap alvorens hij een openbaar bod uitbrengt. De OR zou met een dergelijk toegekend enquêterecht mogelijk kunnen trachten invloed uit te oefenen op het gedrag van de bieder en daarmee op het proces van een ongewenst openbaar bod.

ABN AMRO is bekend met deze mogelijkheden en NLFI vertrouwt erop dat de bank hier op een verstandige wijze mee zal omgaan.

Naar het oordeel van NLFI kan de op te richten stichting continuïteit ABN AMRO een goede (tijdelijke) bescherming bieden aan de continuïteit van ABN AMRO. Daarnaast kan NLFI zelf de nodige bescherming aan ABN AMRO bieden, mede door de vereiste gekwalificeerde meerderheid. NLFI adviseert geen aanvullende beschermingsmaatregelen voor ABN AMRO te treffen. Dit zou ook de waardering van ABN AMRO negatief kunnen beïnvloeden en potentiële investeerders kunnen afschrikken.

47 De Cryo-Save-uitspraak van de OK in september 2013 heeft aan deze bepaling een hoge status toegedicht, waardoor dit min of meer een wettelijke regel is geworden.
48 De Ondernemingsraad van ABN AMRO wordt aangeduid als de Raad van Medewerkers (RvM).
49 Aandeelhouders kunnen dergelijke onderwerpen niet dwingend ter stemming agenderen voor een aandeelhoudersvergadering. Een dergelijk initiatiefrecht heeft alleen de raad van bestuur van een vennootschap.

5.4 Stabiele aandeelhoudersbasis

Inleiding

Tijdens het Algemeen Overleg d.d. 27 november 2013 heeft u toegezegd nader te verkennen of het aanbieden van loyaliteitsdividend tot voldoende interesse zou leiden om een goede opbrengst te realiseren en of hierdoor interesse van beleggers mogelijk wordt geschaad. Dit in verband met de vanuit de Tweede Kamer geuite wens om langetermijn aandeelhouders te interesseren voor een participatie in ABN AMRO. In algemene zin is daarbij de verwachting dat deze langetermijn aandeelhouders zich actief zullen opstellen om langetermijn waardecreactie te bevorderen. Ook zouden langetermijnaandeelhouders tegenwicht kunnen bieden aan aandeelhouders die vooral gericht zijn op korte termijn belangen. Het belonen van langetermijn aandeelhouders met extra dividend (loyaliteitsdividend) zou het aantrekken van langetermijn aandeelhouders kunnen bevorderen. Door aandeelhouders langer aan een vennootschap te binden zouden zij zich meer verantwoordelijk gaan voelen voor het beleid en meer tegenwicht kunnen bieden aan aandeelhouders die zich vooral late leiden door kortetermijn belangen. Hierna volgt een nadere analyse. Loyaliteitsdividend is extra dividend dat een aandeelhouder op zijn aandelen krijgt uitgekeerd als hij zijn aandelen ten minste gedurende een vooraf bepaalde termijn aanhoudt. Om te kunnen bewijzen dat hij zijn aandelen daadwerkelijk gedurende de afgesproken periode heeft aangehouden moet een aandeelhouder zijn aandelen bij de vennootschap registeren. De aandeelhouder moet zijn aandelen uitleveren en op naam stellen. De 'gewone' aandelen worden geconverteerd naar 'geregistreerde' aandelen. Met de registratie worden de aandelen uit het girale systeem gehaald. Geregistreerde aandelen zijn niet meer verhandelbaar op de beurs. Indien de aandeelhouder zijn geregistreerde aandelen wil verkopen, moeten de aandelen gereconverteerd worden. De aandeelhouder komt dan niet meer in aanmerking voor het loyaliteitsdividend.

Juridisch kader

Nederland kent geen wettelijke regeling voor toekenning van loyaliteitsdividend. De Hoge Raad heeft in het DSM-arrest[50] evenwel geoordeeld dat het onder voorwaarden is toegestaan om aandeelhouders extra te belonen, zolang dit niet in strijd komt met het beginsel van gelijkheid van aandeelhouders[51]. Vanwege de beperkte toetsing door de Hoge Raad bestaat er binnen de rechtsliteratuur nog geen consensus over de vraag hoe een loyaliteitsdividendregeling moet zijn vormgegeven om in rechte stand te houden. Wel is duidelijk dat door de invoering van loyaliteitsdividend een onderscheid wordt gemaakt tussen aandeelhouders, omdat loyaliteitsaandeelhouders worden begunstigd ten koste van de gewone aandeelhouder. Het is uiteindelijk aan het Hof van Justitie van de EU om te toetsen of daarvoor de benodigde objectieve rechtvaardiging bestaat (toetsing aan vereisten van legitimiteit, effectiviteit, subsidiariteit en proportionaliteit). Ondanks het groene licht van de Hoge Raad heeft

50 HR 14 december 2007 ('DSM-arrest).
51 Art. 2:92 lid 2 BW.

DSM destijds besloten niet tot invoering van het loyaliteitsdividend over te gaan. Nederland kent ook geen andere vennootschappen met loyaliteitsdividendregelingen. ER zijn wel twee Nederlandse vennootschappen met een regeling voor loyaliteits*stemrecht*. Deze regeling zijn recent toegekend in het kader van een fusie (niet van een beursgang).[52] In beide gevallen leidt de regeling ertoe dat in ieder geval een bestaande belangrijke lange termijn aandeelhouder extra stemrechten krijgt, zodat deze de controle houdt.

Is een loyale aandeelhouder betrokken?

Een discussie die al enige tijd in Nederland wordt gevoerd is of een loyale aandeelhouder wel betrokken is. Een aandeelhouder zijn belang in een vennootschap lang aanhoudt hoeft nog geen betrokken aandeelhouder te zijn. Een betrokken aandeelhouder wordt gezien als een aandeelhouder die zijn aandeelhoudersrechten uitoefent (bijv. stemmen op de ava) en die zijn opvattingen over langetermijn-waardecreatie kenbaar maakt aan de rvb. Verschillende auteurs wijzen erop dat er ook geen enkele empirische onderbouwing is te vinden voor de verwachting dat langetermijn-aandeelhouders zich ook actief zullen opstellen om de langetermijnwaardecreatie te bevorderen.[53] Ook organisaties als Eumedion en de VEB benadrukken dat niet vast staat dat aandeelhouders die hun aandelen lang aanhouden betrokken zijn en bijdragen aan het creëren van aandeelhouderswaardecreatie op de lange termijn. Actieve betrokkenheid kost aandeelhouders tijd en geld. Dat verhoudt zich niet altijd goed tot de doelstelling van veel beleggers om een zo hoog mogelijk rendement te behalen bij een bepaald risicoprofiel.[54]

Ook wordt in de (rechts)literatuur al langere tijd gediscussieerd over de vraag of het wel wenselijk is vooral te focussen op langetermijn aandeelhouderschap. Uit deze discussie volgt dat het geen uitgemaakte zaak is dat beursvennootschappen per definitie slechter af zijn met korte termijnaandeelhouders. Ook blijkt dat lange termijnaandeelhouders niet per definitie meer betrokken zijn bij het lange termijn belang van een onderneming. Teveel lange termijnaandeelhouders zou kunnen leiden tot verminderde liquiditeit. Dat zou een negatief effect kunnen hebben op aandeelhouderswaardecreatie.[55] Beleggers met een korte termijn focus kunnen op hun beurt bijdragen aan een goede koersvorming. Beursvennootschappen hechten groot belang aan voldoende liquiditeit en verhandelbaarheid van hun aandelen. Voor de effectenbeurs is dit ook een belangrijk criterium om een onderneming toe te laten tot een index die aandeelhouders kunnen volgen. In de praktijk streven beursgenoteerde

52 CNH Industrial N.V. (ontstaan uit een fusie tussen Fiat Industrial S.p.a. en CNH Global N.V.) en Fiat Chrysler Automobiles N.V.. Beide vennootschappen zijn alleen genoteerd aan een buitenlandse beurs.

53 Bijvoorbeeld A. Doorman, 'Annotatie Hoge Raad 's-Gravenhage, JOR 2008, 11, B. Bier 'Betekent winstrecht ook recht op winst?' Handboek Onderneming en aandeelhouder 2012, p. 163-208 en M. Koelemeijer en R.W.F. Hendriks 'Loyaliteitsdividend: naar loyale aandeelhouders?' Tijdschrift voor vennootschaps- en rechtspersonenrecht, 2012, 5, p.144-148.

54 Loyaliteitsdividend bij beursvennootschappen: gerechtvaardigd?, Mr. S.F. de Beurs, Ondernemingsrecht en Financiering, 2011, blz. 6/7 en Invoering loyaliteitsaandelen onzalig plan, Eumedion, 24 mei 2013 en Onderzoek korte termijngedrag Nederlandse institutionele beleggers, W. Kuipers, Ondernemingsrecht 2013/106.

55 Notitie belonen trouwe aandeelhouders, bijlage bij 31083, nr. 26.

ondernemingen daarom naar een zekere balans tussen lange termijn én korte termijn aandeelhouders.

Nadelige effecten van loyaliteitsdividend

Loyaliteitsdividend is alleen bedoeld voor aandeelhouders die daadwerkelijk betrokken zijn bij de beursvennootschap, zowel juridisch als economisch. Dit is niet het geval indien een aandeelhouder zijn aandelen niet voor eigen rekening en risico houdt, bijvoorbeeld omdat hij het achterliggende economische risico heeft afgedekt. Zo kan een aandeelhouder tussen de vennootschap en hemzelf een holding schuiven die wel verhandelbare aandelen uitgeeft. Of er wordt een gespecialiseerd loyaliteits-beleggingsfonds opgericht dat wél verhandelbare deelnemingsrechten uitgeeft. Een controle op dergelijke vormen van misbruik is heel lastig en levert hoge administratieve lasten op voor de vennootschap.

Daarnaast kan loyaliteitsdividend een mogelijk effect hebben op de disciplinerende werking van aandeelhouders op het bestuur van een vennootschap. Aandeelhouders willen in de regel voorkomen dat het bestuur zijn macht en positie en het door aandeelhouders ingebrachte geld gebruikt om eigen belangen laten prevaleren boven die van de aandeelhouders. Daarom heeft de aandeelhoudersvergadering mede als taak het bestuur te monitoren en eventueel te disciplineren (de *agency* functie). Ontevreden aandeelhouders kunnen hun rechten aanwenden om het bestuur te bewegen een ander beleid te voeren of hun aandelen verkopen (stemmen met de voeten). Wanneer dit laatste leidt tot verlies van loyaliteitsdividend zal een aandeel-houder daartoe mogelijk minder snel overgaan. Dat wetende kan het bestuur eventuele kritiek van aandeelhouders makkelijker naast zich neerleggen, wat er weer toe kan leiden dat het voor aandeelhouders minder aantrekkelijk wordt hun mening aan het bestuur kenbaar te maken. Gevolg kan zijn dat aandeelhouders passief worden in het uitoefenen van hun aandeelhoudersrechten en minder betrokken raken bij de vennootschap (wat juist het doel van loyaliteitsdividend is). Uit de discussie in de literatuur blijkt dat onduidelijk is wat het effect precies zal zijn. Daarvoor is nader onderzoek nodig.

Zoals hiervoor al werd aangegeven zijn geregistreerde aandelen niet meer vrij te verhandelen op de beurs. In de literatuur wordt erop gewezen dat wanneer een groot aantal aandelen in loyaliteitsaandelen wordt geconverteerd, de liquiditeit van het aandeel op de beurs zal verminderen. Het aantal aandelen dat voor vrije handel beschikbaar is ('free float') vermindert. Dit kan leiden tot een beurskoers van het aandeel die meer vatbaar is voor schommelingen. Aandeelhouders lopen daardoor meer koersrisico. De verminderde liquiditeit kan ertoe leiden dat de kosten voor het aantrekken van kapitaal door de vennootschap hoger worden. Dit kan een nadelige impact hebben op de effectiviteit van de kapitaalmarkt. Een kleinere 'free float' kan leiden tot een lagere weging van het aandeel in de indexen. Voor fondsen en institutionele beleggers die deze indexen volgen kan dit ertoe leiden dat betreffende aandelen verkocht moeten worden, met een lagere koers van het aandeel tot gevolg. Of deze risico's zich daadwerkelijk gaan manifesteren hangt af van het aantal aandelen dat uiteindelijk voor vrije verhandeling op de beurs overblijft. Een oplossing zou kunnen zijn om het aantal aandelen per aandeelhouder dat in aanmerking kan

komen voor loyaliteitsdividend te maximeren. Op basis van de Franse wetgeving kan een aandeelhouder bijvoorbeeld voor niet meer dan 0,5 procent van het geplaatst kapitaal van de vennootschap in aanmerking komen voor de extra uitkering. Risico van een dergelijke inperking is dat de regeling minder of niet meer effectief en zinvol zal zijn.

Voorts is van belang in ogenschouw te nemen dat aandeelhouders die zich niet laten registreren minder dividend zullen ontvangen dan wanneer het loyaliteitsdividend niet zou worden ingevoerd. Naarmate er relatief meer 'loyale' aandeelhouders bij komen, wordt het én minder interessant om 'loyale' aandeelhouder te zijn én minder interessant om gewone aandeelhouder te zijn. Dit effect wordt verstrekt naarmate het bonusdividend hoger wordt vastgesteld. Hoe groter het succes, hoe minder het oplevert voor de loyaliteitsaandeelhouder en de gewone aandeelhouders. Dit is een belangrijk punt bij het vaststellen van de hoogte van het loyaliteitsdividend.[56] Praktijkervaring is ook op dit punt niet voorhanden.

Voorstanders van loyaliteitsaandelen wijzen er op dat de vorming van een groep kernaandeelhouders afschrikkend zou kunnen werken tegenover vijandige overnemers. De vraag is evenwel of 'loyale' aandeelhouders die een overnamepremie[57] in het vooruitzicht gesteld krijgen daadwerkelijk loyaal blijven aan de vennootschap en om die reden hun aandelen niet verkopen. Vooralsnog is geen onderzoek beschikbaar dat dergelijk loyaal gedrag bij beleggers aantoont.[58]

Input beleggers

NLFI heeft bij een aantal beleggers gevraagd naar de interesse in loyaliteitsaandelen bij een beursgang van ABN AMRO. De uitkomst hiervan is dat deze gering is.[59] Zo wordt gewezen op de (rechts)ongelijkheid die het instrument zou kunnen creëren.[60] Ook wordt gewezen op het risico van verminderde liquiditeit en koersdaling. Een ander negatief effect dat wordt genoemd zijn de mogelijkheden tot misbruik en de administratieve lasten die gepaard gaan met eventuele controle op misbruik. Daarnaast wijzen verschillende partijen[61] erop dat het niet gezegd is dat loyaliteitsaandeelhouders ook *betrokken* aandeelhouders zijn. Omdat deze aandeelhouders bij een loyaliteitsplan wel automatisch na een bepaalde termijn extra dividend of stemrecht krijgen wordt wel gesproken van betaalde liefde.

56 Belonen van royale aandeelhouders?, V. Dank, augustus 2013, pag.53.
57 Koersstijging als gevolg van een mogelijke overname die in de praktijk kan oplopen tot 30%.
58 Een van de aanbevelingen in het rapport *IPOs and Bookbuilding in Future HM Government Primary Share Disposals* d.d. 16 december 2014 dat tot stand is gekomen onder leiding van Lord Myners n.a.v. de privatisering van Royal Mail, is te focussen op index beleggers als meest betrouwbare lange termijn beleggers.
59 Dit is ook de bevinding van de EC bij de consultatie van de concept richtlijn Betrokken aandeelhouderschap.
60 'Liever scherpere dividend pay out ratio voor iedere aandeelhouder dan een optisch lagere dividend pay out met een loyaliteitsdividendconstructie.' 'Wat de een krijgt, krijgt de ander niet'
61 Invoering loyaliteitsaandelen onzalig plan, Eumedion, 24 mei 2013.

Conclusie
Duidelijk is dat nog veel onduidelijk is. Er zal nog meer onderzoek naar de gevolgen van het invoeren van loyaliteitsdividend moeten worden gedaan om een uitspraak te kunnen doen over de wenselijkheid en over de wijze waarop een loyaliteitsprogramma het beste kan worden vormgegeven. Gezien al deze onzekerheden, het gebrek aan interesse bij beleggers en de grote (financiële) belangen die gemoeid zijn met een succesvolle beursgang van ABN AMRO, is NLFI van oordeel dat niet tot invoering van loyaliteitsdividend bij een IPO van ABN AMRO dient te worden overgegaan.

c. Alternatief voor binding van aandeelhouders?
In de juridische literatuur worden verschillende andere mogelijkheden voor een vennootschap beschreven die eraan kunnen bijdragen een groep aandeelhouders voor langere termijn aan zich te binden en een zekere stabiele aandeelhoudersbasis te creëren. Het belangrijkste is dat de vennootschap een duidelijke koers uitzet voor de lange termijn en een helder dividendbeleid voert. Dit kan ertoe leiden dat aandeelhouders ook de duurzaamheid van de aandeelhouderswaarde als doel van de vennootschap zien.[62] Van belang is voorts dat een constructieve dialoog tot stand wordt gebracht tussen de vennootschap en haar aandeelhouders en dat op transparante wijze verantwoording wordt afgelegd over het gevoerde en te voeren beleid. Een goede inzet van investor relations kan eraan bijdragen dat aandeelhouders vertrouwen in de vennootschap blijven houden. Aldus kan meer betrokkenheid worden gecreëerd en wordt korte termijngerichtheid tegengegaan.[63] NLFI vertrouwt erop dat ABN AMRO deze mogelijkheden optimaal zal gebruiken.

d. Werknemersparticipatieplan
Tijdens het Algemeen Overleg d.d. 27 november 2013 heeft de Tweede Kamer vragen gesteld over de haalbaarheid van een werknemersparticipatieplan. Een dergelijk plan, waarbij met name langdurig houderschap onder medewerkers wordt gestimuleerd door het geven van kortingen of het met een bepaalde voorrang toekennen van aandelen, kan bijdragen aan het creëren van een stabiele aandeelhoudersbasis. In de beantwoording heeft u aangegeven dat het onderwerp wordt besproken tussen ABN AMRO en de OR van de bank en dat, mocht het tot een voorstel komen, de noodzakelijke loonmatiging een belangrijke afweging in de beoordeling zal zijn. Inmiddels heeft ABN AMRO de mogelijkheden verkend. De raad van bestuur van ABN AMRO heeft inmiddels geconcludeerd er geen voorstander van te zijn om bij een beursintroductie, in ieder geval bij een eerste tranche, korting of een voorrangsbehandeling dan wel enig ander voordeel van welke aard dan ook aan medewerkers toe te kennen. Deze conclusie geldt ook voor de leden van de raad van bestuur. Hoewel medewerkersparticipatie in de markt een gebruikelijke manier is om een stabiele aandeelhoudersbasis te creëren en de interne betrokkenheid te onderstrepen, heeft de raad van bestuur bij de gemaakte afweging een zwaar gewicht

62 Loyaliteitsdividend bij beursvennootschappen: gerechtvaardigd?, Mr. S.F. de Beurs, Ondernemingsrecht en Financiering, 2011, blz. 9.
63 Notitie belonen trouwe aandeelhouders, bijlage bij 31083, nr. 26 en Belonen van loyale aandeelhouders?, V. Dank. 2013, Tilburg, blz. 127.

toegekend aan de bestaande maatschappelijke onrust rond beloningen. Geen van de onderzochte scenario's wordt als gevolg daarvan in de huidige maatschappelijke context als passend aangemerkt. Indien bij een beursintroductie van ABN AMRO aan particuliere beleggers de mogelijkheid wordt geboden om via de algemene plaatsing aandelen te kopen, dan staat het betrokkenen uiteraard vrij (voorzover van toepassing) ook zelf in te schrijven op aandelen.

e. Tranche voor particuliere beleggers

Belangrijk onderdeel van de uitwerking van het toewijzingsbeleid van de aandelen ('allocatie-beleid') betreft de vraag of, al dan niet actief, aan particuliere beleggers de mogelijkheid moet worden geboden om aandelen in ABN AMRO te kopen.
Een overweging daarbij kan zijn om de toegankelijkheid van het publiek tot de aandelen ABN AMRO te maximaliseren en in die zin een 'pricing tension' en 'level playing field' met professionele beleggers te creëren. Om dit te bereiken wordt meestal een breed opgezette marketing campagne gestart specifiek gericht op de doelgroep van particuliere beleggers. Een dergelijke actieve benadering van particuliere beleggers om aandelen te kopen wordt ook wel een 'retail tranche' genoemd. Los van de kosten die hieraan verbonden kunnen zijn, spelen andere aandachtspunten een rol bij dit vraagstuk. Zo wordt in het rapport van Lord Myners naar aanleiding van de privatisering van Royal Mail (*IPOs and Bookbuilding in Future HM Government Primary Share Disposals* d.d. 16 december 2014) genoemd dat een retail tranche een beurstransactie aanzienlijk complexer en inflexibeler kan maken. Ook wordt erop gewezen dat niet alle te privatiseren ondernemingen zich lenen voor een retail offering, bijvoorbeeld vanwege het risicoprofiel van de onderneming of de verwachting dat het rendement van de onderneming een schommelend patroon zou kunnen laten zien. Tegen deze achtergrond zou ook een meer passieve benadering van particuliere beleggers overwogen kunnen worden, waarbij deze beleggers weliswaar de mogelijkheid krijgen om via de algemene plaatsing aandelen ABN AMRO te kopen (al dan niet met het recht van gegarandeerde allocatie), maar zonder de inzet van een expliciete marketing campagne of andere (financiële) prikkels die zouden kunnen aanzetten tot het kopen van aandelen.

6

Conclusie

6 Conclusie

In voorgaande hoofdstukken is beschreven op welke wijze de exit van ABN AMRO kan worden vormgegeven. Naar het oordeel van NLFI is een beursintroductie nog steeds de meest optimale exit optie voor ABN AMRO. ABN AMRO is klaar voor een beurs-introductie, de financiële sector is voldoende stabiel, er is op dit moment voldoende interesse in de markt en een acceptabele opbrengst lijkt haalbaar. NLFI adviseert om de externe voorbereidingen voor een exit van ABN AMRO via een beursintroductie aan te vangen. Het voorgaande is uiteraard geen beleggingsadvies. Het finale besluit om de aandelen te verkopen via een beursintroductie zal mede moeten worden genomen op basis van de alsdan te verkrijgen waarderingen en met inachtneming van de overige in dit advies opgenomen overwegingen.

De beursintroductie kan naar verwachting vanaf het vierde kwartaal 2015 plaatsvinden, ervan uitgaande dat ook dan aan alle randvoorwaarden wordt voldaan en dat de toezichthouder een vvgb-verklaring heeft afgegeven voor een IPO en voor de stichting continuïteit ABN AMRO. NLFI adviseert u om de omvang van de eerste tranche te beperken tot 20% - 30% (inclusief een eventuele greenshoe), teneinde een goed evenwicht te vinden tussen enerzijds voldoende liquiditeit en anderzijds nog voldoende te kunnen profiteren bij een stijgende koers.

Na de beursintroductie is het van belang om het resterende belang op een gecontro-leerde wijze af te bouwen. Hiervoor kunnen vervolgtranches geplaatst worden. Het plaatsen van een vervolgtranche wordt gezien als een principiële en zwaarwegende beslissing door NLFI, waarvoor de voorafgaande toestemming van de minister van Financiën nodig is. Voor een vervolgtranche dient ook een eventuele nieuwe vvgb bij de toezichthouder te worden aangevraagd.

Bijlage

Bijlage: proces van een verkoop via de beurs

Bij een beursintroductie/Initial Public Offering (IPO) worden aandelen van een onderneming verkocht aan beleggers. De aandelen zijn aan toonder en vrij verhandelbaar. Na de IPO zijn de aandelen genoteerd aan een beurs (in Nederland is dat Euronext in Amsterdam). Bij een IPO kunnen aandelen worden aangeboden door de bestaande aandeelhouder (opbrengst gaat dan naar de aandeelhouder; een zogenaamde 'secondary offering'), of door de onderneming door de uitgifte en verkoop van nieuwe aandelen (in dat geval gaat de opbrengst naar de onderneming; een zogenaamde 'primary offering').

Het proces van een beursintroductie kan kortweg worden onderverdeeld in de hieronder beschreven belangrijke fasen:

1. Voorbereiding van een beursgang
Het 'beursklaar' maken van de onderneming vergt een degelijke voorbereiding op het gebied van de interne organisatie, rapportage procedures, verzwaring van bepaalde functies, corporate governance, etc.

2. Mandaat aan de begeleidende banken
De volgende stap in het proces is het verlenen van een mandaat aan de banken die de beursgang zullen gaan begeleiden. Vaak wordt naar de begeleidende banken verwezen als de '(joint) global co-ordinators'. Het mandaat en tariefafspraken worden vastgelegd in een zogenaamde engagement letter van de banken aan de onderneming.

3. Prospectus
Het prospectus wordt opgesteld door de onderneming en haar adviseurs. In het prospectus, dat de goedkeuring van de AFM behoeft, geeft de onderneming alle relevante informatie aan potentiële beleggers om die in staat te stellen zich een verantwoord oordeel te vormen over de aangeboden aandelen en de onderneming. Het opstellen van het prospectus is onlosmakelijk verbonden met het due diligence-onderzoek (zie 5). De bevindingen uit het due diligence-onderzoek worden gebruikt om te bepalen wat relevant is voor het prospectus en ook ter verificatie van de inhoud van het prospectus. Voordat het prospectus wordt gepubliceerd aan potentiële beleggers, moet het zijn goedgekeurd door de AFM.

4. Underwriting agreement
Een volgende belangrijke stap is het aangaan van een underwriting agreement tussen de onderneming, de verkopende aandeelhouder en het volledige begeleidende syndicaat van banken. Dit syndicaat omvat naast de global co-ordinators ook banken die een andere rol toebedeeld hebben gekregen in het proces (zoals de 'book-runners', zie hieronder). Doorgaans garandeert het syndicaat in een underwriting

agreement de plaatsing van de aandelen. Verder bevat de underwriting agreement vaak garanties en vrijwaringen van de onderneming aan het syndicaat en opschortende voorwaarden zoals een materiële negatieve wijziging, legal opinions, en comfort letters. In de underwriting agreement wordt doorgaans een lock-up-regeling overeengekomen met doel een stabiele beurskoers en vertrouwen bij beleggers te creëren.

5. Due diligence

Het due diligence onderzoek wordt uitgevoerd door de begeleidende banken en hun adviseurs en door de adviseurs van de onderneming. Het onderzoek richt zich op de belangrijkste financiële, fiscale, juridische en commerciële aspecten van de onderneming. Het onderzoek omvat mede interviews met de raad van bestuur, de raad van commissarissen, het management en managementpresentaties.

6. Bookbuilding en roadshow

Bookbuilding is de meest gebruikte methode om de introductieprijs per aandeel te bepalen. Eerst stelt het syndicaat een prijsrange vast waarbinnen de prijs naar verwachting zal komen te liggen en die in het prospectus wordt opgenomen. Tijdens de bookbuilding worden beleggers uitgenodigd om in te schrijven onder opgave van het aantal aandelen en de prijs. Aan de hand daarvan wordt het 'boek' wordt opgebouwd. De banken die het boek bijhouden, worden aangeduid als de 'bookrunners'.

Tijdens de inschrijvingsperiode organiseert het syndicaat een roadshow met presentaties door de onderneming voor potentiële institutionele beleggers en analisten. Elke mededeling tijdens de roadshow en daarbuiten, dient in overeenstemming te zijn met het prospectus.

7. Vaststellen introductieprijs en aantal aandelen

Op basis van de inschrijvingen worden de introductieprijs en het aantal aan te bieden aandelen vastgesteld. Dit wordt bekendgemaakt in een persbericht ('pricing statement') als aanvulling op het prospectus.

8. Toewijzing, notering, handel en afwikkeling

Na het vaststellen van de prijs wordt de toewijzing ('allocation') van de aandelen onder de inschrijvers bepaald. Na de toewijzing vindt de daadwerkelijke beursgang plaats: de aandelen worden genoteerd en de voorwaardelijke handel gaat van start (op een zogenoemde 'as if and when delivered-basis'). De handel is dan voorwaardelijk omdat de betaling en levering van de aandelen nog niet hebben plaatsgevonden, waardoor alle transacties ongeldig kunnen worden verklaard. De afwikkeling wordt ook wel settlement genoemd. Na de afwikkeling is de handel in de aandelen onvoorwaardelijk.

9. Koersstabilisatie na de beursgang

Om de koers stabiel te houden en zo het vertrouwen in de markt te vergroten, verricht het syndicaat doorgaans stabilisatietransacties na de beursintroductie (zoals greenshoe). Koersstabilisatie is alleen onder strikte voorwaarden en binnen een bepaalde periode toegestaan.